

Penningpolitisk rapport

Juli 2017



Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras sex gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är väl avvägd.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Under våren sker detta i form av ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken. Under hösten utgörs redogörelsen av den penningpolitiska rapporten.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 3 juli 2017. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

¹ Se "Penningpolitiken i Sverige" på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en lämplig penningpolitik.

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

Det penningpolitiska beslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar 5

Konjunkturuppgång och minskade risker för bakslag 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 10

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 14

Utvecklingen internationellt 14

Finansiella förhållanden i Sverige 16

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 18

Inflation 18

Global och svensk konjunktur 19

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 22

Omvärlden 22

Sverige 24

FÖRDJUPNING – Stark konjunktur men dämpade löneökningar 28

Tabeller 32

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har konjunkturuppgången i omvärlden fortsatt i linje med Riksbankens prognoser. Riskerna för bakslag bedöms ha minskat även om det fortfarande råder ekonomisk och politisk osäkerhet på många håll i världen. BNP-tillväxten i Sverige blev svagare än väntat det första kvartalet men den övergripande bilden av en stark utveckling i svensk ekonomi står sig. Resursutnyttjandet är högre än normalt och förblir högt de närmaste åren.

Inflationen har blivit högre än väntat de senaste månaderna och har närmast sig 2 procent. Men det har tagit tid att få upp inflationen och för att den ska stabiliseras runt 2 procent krävs en fortsatt expansiv penningpolitik. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan oförändrad på –0,50 procent och köpen av statsobligationer fortsätter under det andra halvåret 2017, enligt beslutet i april. Den första räntehöjningen väntas ske i mitten av 2018, vilket är samma bedömning som i april. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som ankare för pris- och lönebildningen.

Konjunkturuppgång och minskade risker för bakslag

Konjunkturen i omvärlden fortsätter stärkas i måttlig takt. Förtroendeindikatorer visar på en tydlig optimism bland hushåll och företag. En högre investeringstillväxt ger stöd åt återhämtningen i industriproduktion och världshandel och innebär att uppgången i världsekonomin vilar på fastare mark.

Flera faktorer har under en tid bidragit till att göra den ekonomiska utvecklingen i omvärlden svårförutsägbar. Resultatet i parlamentsvalet i Storbritannien i början av juni har försvagat den brittiska regeringen och ökat risken för en besvärlig process när landet ska lämna EU. Det europeiska banksystemet fortsätter att vara i behov av reformer. Många europeiska banker har fortfarande en stor andel dåliga lån och låg lönsamhet. Det gäller inte minst i Italien, som haft en svag ekonomisk utveckling under en längre tid.

Men riskerna för bakslag i omvärlden bedöms ändå ha minskat något sedan i april. Efter det franska presidentvalet i maj har olika mått på politisk osäkerhet fallit och ränteskillnaderna mot Tyskland har minskat för många europeiska länder. Den starka utvecklingen på aktiemarknaderna och för andra riskfyllda tillgångar speglar också att osäkerheten avtagit något på senare tid.

Sammantaget pekar goda utfall och positiva indikatorer på en global tillväxt i linje med Riksbankens bedömning i april. Den globala tillväxten väntas stiga från 3,2 procent 2016 till 3,7 procent 2019. BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) bedöms stiga från cirka 2 procent 2016 till 2,5 procent 2017. År 2018 och 2019 bedöms tillväxten i dessa länder bli 2,3 procent.

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Den globala konjunkturuppgången väntas fortsätta. Riskerna för bakslag bedöms ha minskat men det råder fortfarande ekonomisk och politisk osäkerhet på flera håll i världen.
Omvärldens centralbanker befinner sig i olika faser. Federal Reserve väntas höja sin styrränta ytterligare medan ECB fortsätter med sina tillgångsköp.
Konjunkturen är stark i Sverige. Resursutnyttjandet är högre än normalt de närmaste åren.
De långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent och inflationen stabiliseras runt 2 procent i början av 2019.
Kronan är något starkare än prognos och väntas stärkas i långsam takt framöver.
Penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv för att inflationen mer varaktigt ska vara nära 2 procent. Reporäntan behålls på –0,50 procent och köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2017 enligt beslutet i april.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar
Prognosen för BNP-tillväxten i Sverige är nedreviderad i närtid. Detta beror på svagare utfall än väntat.
Den svenska inflationen har varit högre än väntat de senaste månaderna och på kort sikt är inflationsprognosen något uppreviderad.

Inflationen i omvärlden stiger i år, vilket främst hänger samman med att energipriserna ökat det senaste året. Oljepriset har dock sjunkit sedan i april och väntas endast stiga långsamt framöver vilket innebär att energiprisernas bidrag till inflationen minskar. Det underliggande inflationstrycket är fortsatt lågt på flera håll, i synnerhet i euroområdet. Ett gradvis högre resursutnyttjande medför dock att den underliggande inflationen framöver väntas öka. KPI-inflationen i omvärlden (KIX-viktad) väntas uppgå till cirka 2 procent i genomsnitt under prognosperioden.

De större centralbankerna i omvärlden bedriver sedan en lång tid tillbaka en expansiv penningpolitik men befinner sig i olika faser. I USA höjde Federal Reserve intervallet för sin styrränta från 0,75–1,0 till 1,0–1,25 procent vid sitt penningpolitiska möte i juni. Medianen av prognoserna som görs av ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerar ytterligare en räntehöjning under 2017, vilket också är vad marknaden förväntar sig enligt enkätsvar. Sedan Federal Reserve avslutade sina tillgångsköp hösten 2014 har man fortsatt att återinvestera förfallande värdepapper vilket inneburit att storleken på balansräkningen varit ungefär oförändrad. Vid junimötet upprepade Federal Reserve budskapet att dessa återinvesteringar ska fortsätta tills räntehöjningscykeln har kommit en bra bit på väg. Federal Reserve angav dock också att man väntar sig att börja trappa ner återinvesteringarna i år, givet att den amerikanska ekonomin utvecklas ungefär som förväntat.

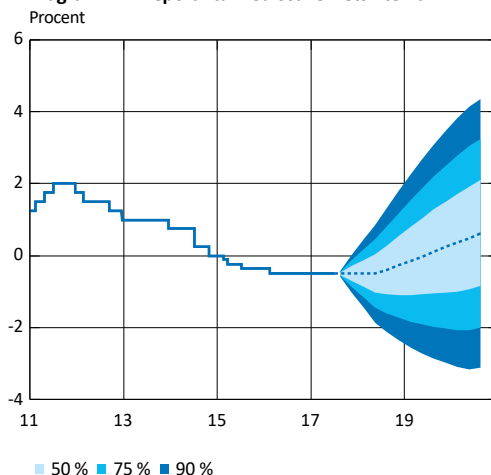
Den europeiska centralbanken, ECB, lämnade penningpolitiken oförändrad vid mötet i juni. Inlåningsräntan, som för närvarande är den ränta som styr dagslåneräntan i euroområdet, lämnades kvar på –0,40 procent. Nettotillgångsköpen fortlöper fram till slutet av december 2017, eller längre om så är nödvändigt. Köpen fortsätter under alla omständigheter tills dess att ECB ser en varaktig förbättring av inflationsutsikterna. ECB har uttalat att bankens styrräntor kommer att ligga kvar på nuvarande nivåer under en längre tid och betydligt längre än slutpunkten för nettoköpen av tillgångar.

Stark svensk konjunktur

Den svenska konjunkturen utvecklas väl och förtroendeindikatorer visar att hushållen och företagen är fortsatt optimistiska. BNP-tillväxten det första kvartalet 2017 var dock svagare än väntat. Uppräknat till årstakt blev tillväxten 1,7 procent jämfört med det fjärde kvartalet 2016. Exporttillväxten överraskade negativt medan den inhemska efterfrågan växte ungefär som väntat. Det svaga utfallet första kvartalet innebär att prognosen för BNP-tillväxten är nedreviderad i år. De kommande åren är prognosen för svensk BNP dock i stort sett oförändrad jämfört med föregående prognos och BNP väntas växa med drygt 2 procent per år 2017–2019 (se diagram 1:2).

Finansinspektionens förslag i slutet av maj om skärpta amorteringskrav för högbelånade hushåll beräknas visserligen

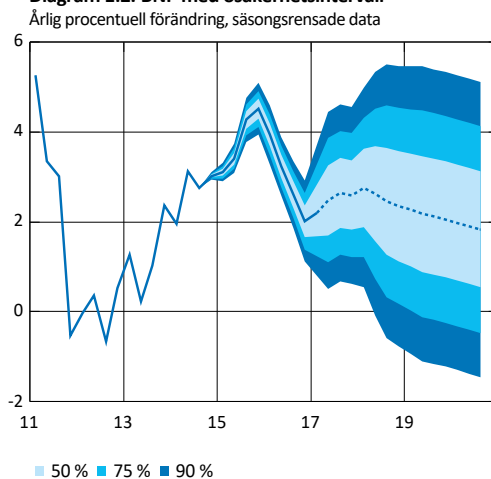
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporeräntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporeräntan. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

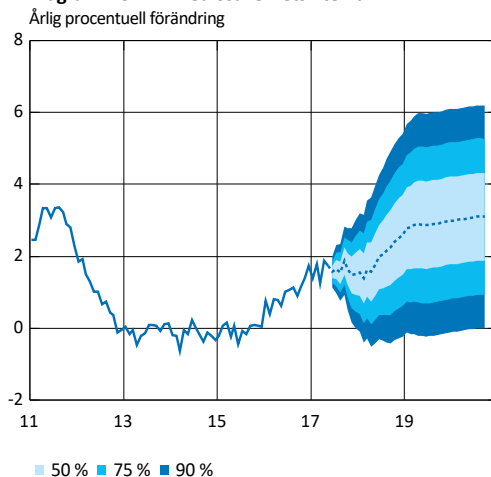
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

dämpa konsumtionstillväxten något och bostadsinvesteringarna utvecklas svagare än i föregående prognos. Dessa faktorer motverkas dock främst av att exporten nu väntas växa något snabbare.

Arbetskraftsutbudet har vuxit snabbt under en tid och konjunkturuppgången innebär även att företagens efterfrågan på arbetskraft är stor. I början av året har både arbetskraften och sysselsättningen ökat mer än väntat medan arbetslösheten har utvecklats i linje med Riksbankens prognos. Trots att utbudet av arbetskraft vuxit snabbt bedöms läget på arbetsmarknaden vara allt mer ansträngt. Andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft ligger på en hög nivå och rekryteringstiderna har ökat. En lägre befolkningstillväxt och växande problem med att para ihop företag och arbetsökande bidrar till att dämpa sysselsättningstillväxten framöver.

Löneutvecklingen har varit svag i många länder trots att konjunktoren har stärkts. Den goda konjunktoren och de ökande svårigheterna för företagen att rekrytera bedöms leda till att löneökningstakten i Sverige stiger framöver. Men de centrala löneavtal som tecknats i år tyder på att löneökningstakten ändå blir förhållandevis måttlig de kommande åren och i förhållande till det inhemska konjunkturläget är Riksbankens löneprognos dämpad. En förhållandevis svag produktivitetstillväxt och dämpad löneutveckling i omvärlden bidrar till detta men det finns även andra faktorer som kan påverka löneutvecklingen (se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i denna penningpolitiska rapport).

Inflationen stabiliseras kring 2 procent

Inflationen har i de senaste mätningarna varit högre än väntat. I maj var inflationen 1,7 procent mätt med KPI, 1,9 procent mätt med KPIF och 1,6 procent mätt med KPIF exklusive energi (se diagram 1:5–1:7). Jämfört med prognosen i april är det främst priserna på tjänster, bland annat utrikes resor, som stigit snabbare än väntat. Det starka konjunkturläget och kronförsvagningen under fjolåret väntas bidra till att inflationen mätt med KPIF exklusive energi fortsätter stiga.

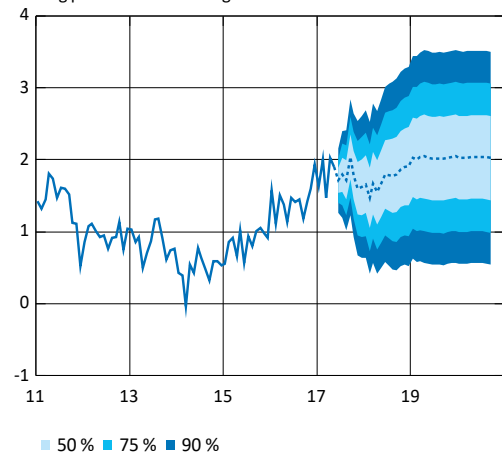
Sedan det penningpolitiska mötet i april har kronan i konkurrensvägda termer enligt KIX utvecklats något starkare än Riksbankens prognos. Kronan väntas stärkas framöver men den starka konjunktoren i Sverige och ett stigande internationellt pristryck innebär ändå att det finns goda förutsättningar för att KPIF-inflationen ska kunna stabiliseras runt 2 procent. Inflationsprognosen är i stort sett oförändrad jämfört med prognosen i april.

Den aktuella penningpolitiken

Svensk penningpolitik har under en längre tid verkat i en miljö präglad av osäker konjunkturutveckling, låga globala räntor och svagt inflationstryck. Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen i Sverige ska stabiliseras runt målet

Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring

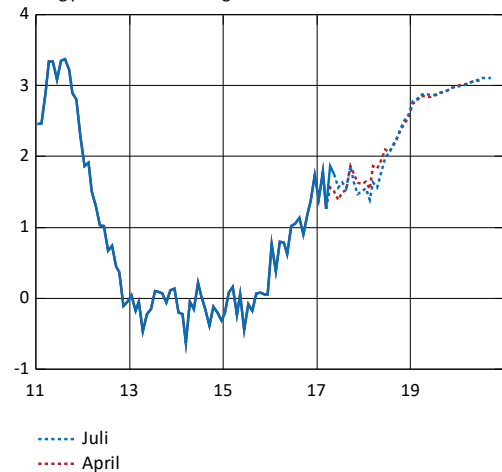


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPI

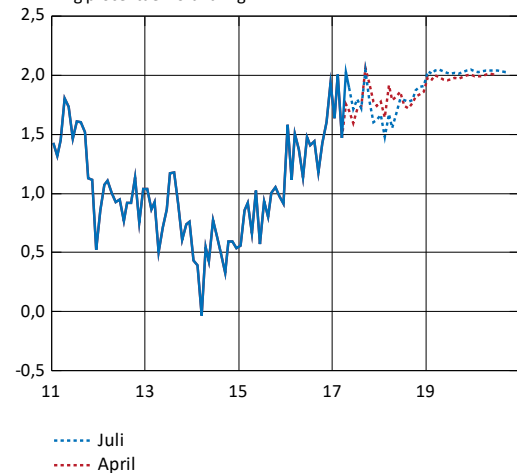
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en väl fungerande pris- och lönebildning och bidrar på detta sätt till en god ekonomisk utveckling. Mot den bakgrunden har Riksbanken gradvis sänkt reporäntan till -0,50 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer. Penningpolitiken har haft ett tydligt genomslag på korta och långa räntor samt kronans växelkurs.² Sedan början av 2014 har inflationen stigit, liksom de långsiktiga inflationsförväntningarna som åter är nära 2 procent. Konjunkturen i Sverige är också stark och arbetslösheten har fallit tillbaka. Penningpolitiken bedöms ha bidragit till denna utveckling.

Expansiv penningpolitik krävs för en inflation varaktigt på 2 procent

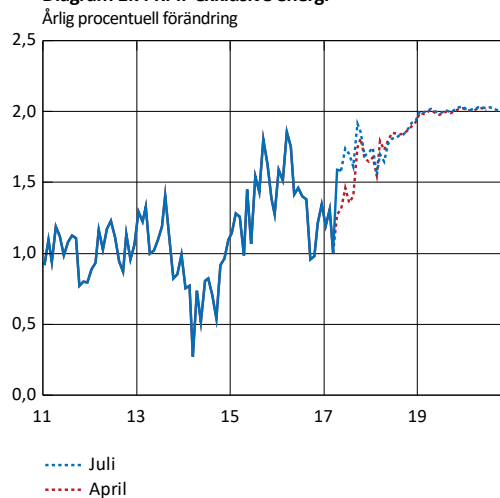
Sedan den penningpolitiska rapporten i april ser utvecklingen i omvärlden allt bättre ut, i linje med Riksbankens prognoser. Även om det fortfarande råder ekonomisk och politisk osäkerhet på många håll i världen bedöms riskerna för bakslag ha minskat något. Det globala inflationstrycket är dock fortsatt dämpat och penningpolitiken i omvärlden förblir expansiv.

I Sverige är konjunkturen stark även om BNP-tillväxten blev svagare än väntat det första kvartalet i år. Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit starkare än väntat och inflationsutfallen de senaste månaderna har varit oväntat höga. På kort sikt ser arbetsmarknads- och inflationsutvecklingen något bättre ut men den sammantagna bilden av de kommande årens konjunktur- och inflationsutsikter är i stort sett oförändrad. Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt och i likhet med tidigare prognos är bedömningen att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent i början av 2019.

Sedan slutet av 2016 har KPIF-inflationen varierat mellan 1,5 och 2 procent. En förutsättning för att inflationen mer varaktigt ska vara nära 2 procent är att den svenska konjunkturen fortsätter att vara stark och gradvis sätter större avtryck i prisutvecklingen. Men inflationen påverkas också via andra kanaler och vid sidan av en hög inhemsk efterfrågan är det viktigt att det inte sker en snabb förstärkning av kronans växelkurs. Det skulle exempelvis kunna ske om Riksbankens penningpolitik avviker tydligt från omvärldens. Den amerikanska centralbanken befinner sig i en räntehöjningsfas och bedömer att den långsamt kommer att börja avveckla sitt obligationsinnehav i år, medan den europeiska centralbanken fortfarande utökar tillgångsköpen enligt sin annonserade plan. Kronan har utvecklats något starkare jämfört med tidigare prognos och bedömningen är alltjämt att den kommer att förstärkas långsamt framöver (se diagram 4:12).

Att konjunkturläget är fortsatt starkt och att inflationen har överraskat positivt och är nära 2 procent skulle kunna tala

Diagram 1:7. KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Risker med för låg inflation

Den expansiva penningpolitiken har ett tydligt fokus: att inflationen ska stiga och stabiliseras runt inflationsmålet på 2 procent. Inflationsmålet har varit en viktig förutsättning för den på många sätt gynnsamma utvecklingen i den svenska ekonomin sedan början på 1990-talet. Med en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare för ekonomins aktörer att planera långsiktigt och koordineringen av förväntningarna lägger grunden för en välfungerande pris- och lönebildning. Om inflationen under lång tid ligger under inflationsmålet ökar risken för att aktörerna i ekonomin anpassar sina förväntningar och börjar ställa in sig på att inflationen inte ens på längre sikt kommer att nå tillbaka till målet. Med en inflation och inflationsförväntningar som varaktigt ligger under målet kommer också den nominella räntan i genomsnitt att bli lägre. Med en lägre genomsnittlig nominell ränta ökar risken för att reporäntan slår i sin nedre gräns, på motsvarande sätt som om inflationsmålet vore lägre än 2 procent. Detta innebär ett minskat utrymme för Riksbanken att sänka reporäntan i framtiden, om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. En alltför låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallöner mellan individer i ett företag och mellan olika branscher, eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Det kan medföra en sämre fungerande arbetsmarknad och en högre arbetslöshet.

² Se fördjupningen "Penningpolitikens effekt på finansiella variabler" i Penningpolitisk rapport april 2017.

för en något mindre expansiv penningpolitik. Riskerna för bakslag har också minskat även om det kvarstår ekonomisk och politisk osäkerhet i omvärlden. Men det har tagit tid att få upp inflationen och det har krävts mycket stöd av penningpolitiken. För att inflationen ska stabiliseras kring 2 procent behövs det en fortsatt expansiv penningpolitik. Viktigt i sammanhanget är att undvika en stor och snabb förstärkning av kronans växelkurs, vilket inte bara skulle föra med sig stora negativa effekter på inflationen utan också tydligt skulle bromsa tillväxten i svensk ekonomi.

Att inflationen har varit lägre än inflationsmålet under en lång tid innebär att det finns en risk för att inflationsförväntningarna är känsligare än vanligt för negativa överraskningar. Lägre inflationsförväntningar kan göra det ännu svårare att stabilisera inflationen runt inflationsmålet.

Behovet av en inflation som varaktigt ligger nära inflationsmålet och långsiktiga inflationsförväntningar som är väl förankrade talar därmed för att det ännu är för tidigt att göra penningpolitiken mindre expansiv.

Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Reporäntan väntas ligga kvar på den nivån ytterligare ett år varefter långsamma höjningar inleds. Detta är samma bedömning som i april (se diagram 1:8). Reporäntan kommer därmed att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala räntenivån de kommande åren.³ Prognosen för reporäntan avspeglar att det nu är något mindre sannolikt än tidigare att Riksbanken sänker räntan den närmaste tiden. Detta innebär inte att reporäntesänkningar framöver är uteslutna. Precis som tidigare kan Riksbanken vidta ytterligare penningpolitiska lättnader om det behövs för att stabilisera inflationen och värna inflationsmålet. Utvecklingen av kronans växelkurs fortsätter också att vara mycket viktig i det här sammanhanget.

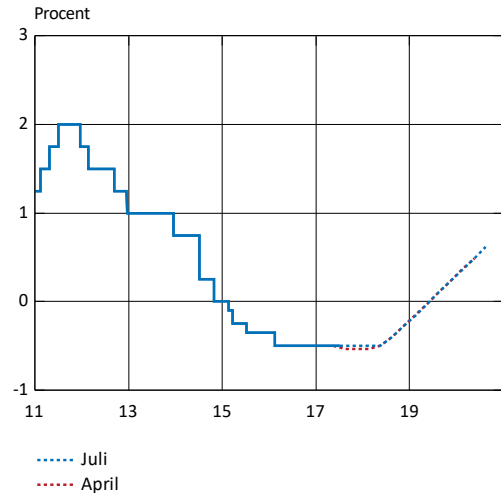
Köpen av statsobligationer fortgår under andra halvåret 2017, så som beslutades i april, och vid slutet av året kommer de totala köpen av statsobligationer att uppgå till 290 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar (se diagram 1:9). Förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen återinvesteras tillsvidare. Under 2017 kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor, huvudsakligen i nominella statsobligationer, och återinvesteringarna är fördelade över hela året.

Penningpolitiken är alltså, precis som på flera andra håll i världen, mycket expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:10).

Sidoeffekter av penningpolitiken

Den penningpolitik som Riksbanken har bedrivit de senaste åren, med en styrränta under noll och omfattande tillgångs-

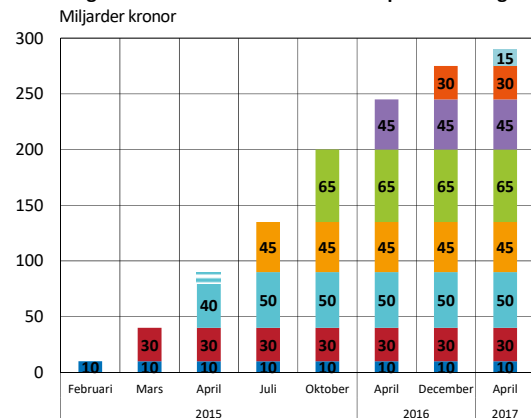
Diagram 1:8. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

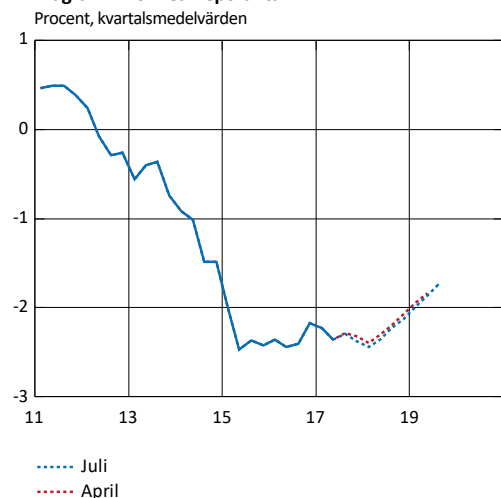
Diagram 1:9. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer



Anm. Köpen av statsobligationer, exklusive återinvesteringar, kommer att pågå till slutet av 2017.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Real reporänta



Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period.

Källor: SCB och Riksbanken

³ För en diskussion om reporäntan på lång sikt se fördjupning i Penningpolitisk rapport februari 2017.

köp, har varit mycket expansiv i ett historiskt perspektiv. Politiken är till stor del en följd av en global trendmässig nedgång i nominella och reala räntor (se diagram 1:11).

Det finns farhågor för att det kan uppstå oönskade sidoeffekter av penningpolitiken. Farhågorna handlar till exempel om att låga och negativa räntor och köp av statsobligationer kan leda till alltför stort risktagande i ekonomin och att finansiella marknadens funktionssätt kan påverkas negativt. I Sverige är det framförallt utvecklingen på bostadsmarknaden som oroar då bostadspriserna har stigit kraftigt under lång tid, och i takt med detta också hushållens skuldsättning. Den sammantagna bedömningen vad gäller den svenska statsobligationsmarknaden är däremot att den fortsatt fungerar tillfredsställande. Riksbanken följer noga likviditeten i statspappersmarknaden bland annat genom nära kontakter med olika aktörer.

Det finns en risk för att negativa räntor leder till ett ökat kontantuttag. Men det är bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och trots negativ ränta har efterfrågan på kontanter i Sverige fortsatt att minska. Negativa räntor skulle även i viss mån kunna minska bankernas lönsamhet, vilket i förlängningen skulle kunna motverka den avsedda effekten med penningpolitiken om utlåningsräntor blir högre och utbudet av krediter lägre. Svenska bankers lönsamhet har dock varit hög och stabil under de senaste åren.

Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av penningpolitiken och bedömer att de negativa sidoeffekterna hittills har varit hanterliga.

Osäkerhet och risker

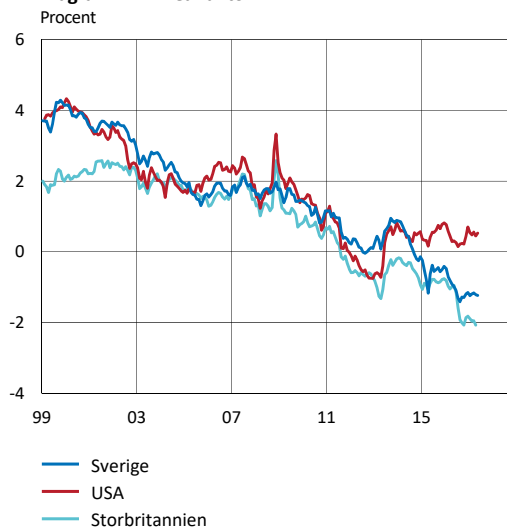
Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:4 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en bättre respektive sämre utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar.

Det är inte heller självklart hur penningpolitiken ska förhålla sig till osäkerhet och risker. Det finns tillfällen då man i den penningpolitiska avvägningen kan vilja ta speciell hänsyn till vissa risker som bedöms kunna få särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Men vid andra tillfällen kan man behöva avvakta mer information innan penningpolitiken anpassas.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Även om svensk ekonomi idag står väl rustad kan det komma negativa överraskningar framöver som gör att penningpolitiken behöver anpassas ytterligare. Riksbanken har därför en fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om inflationen inte stabiliseras nära 2 procent och förtroendet för inflationsmålet försvagas. Alla de verktyg som Riksbanken har

Diagram 1:11. Realräntor



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige, Storbritannien och USA. Svenska realräntan är nollkupongräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Bank of England, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

redogjort för tidigare, senast i den penningpolitiska rapporten i september 2016, kan som alltid användas vid behov.

Osäkerhet i omvärlden har under en tid bidragit till att göra den ekonomiska utvecklingen svårförutsägbar. Det handlar bland annat om osäkerhet kring utformningen av den ekonomiska politiken i USA, risker för ökad protektionism och oro för det europeiska samarbetet då EU-kritiska partier gått framåt i opinionen i flera europeiska länder.⁴

I Europa har skillnaderna i statsobligationsräntor mot Tyskland minskat för många länder efter det franska presidentvalet i maj. I Italien ska val till parlamentet hållas senast i maj 2018. Förslag som skulle möjliggöra ett genomförande av valet redan under hösten i år vann inte stöd i landets parlament och italienska statsobligationsräntor sjönk därför tydligt i juni. Riskerna för bakslag bedöms mot den här bakgrunden ha minskat sedan det penningpolitiska beslutet i april. Men det råder trots detta fortfarande ekonomisk och politisk osäkerhet på många håll i världen.

Italien har haft en svag ekonomisk utveckling under en längre tid vilket bland annat lett till en hög offentlig skuld och stora problem i banksektorn. EU-kritiska partier, vars agendor bland annat innefattar förslag på folkomröstning om att lämna EMU-samarbetet, har växt sig starkare i opinionen. I Storbritannien har resultatet i parlamentsvalet i början av juni försvagat den brittiska regeringen. Osäkerheten kring Storbritanniens ekonomiska politik har därmed ökat, liksom risken för en mer besvärlig process när landet ska lämna EU. I USA kvarstår samtidigt ett flertal frågetecken kring bland annat utformningen av finanspolitiken. Detta är några exempel på ekonomiska och politiska osäkerhetsfaktorer i omvärlden som i förlängningen kan dämpa inflationen både internationellt och i Sverige.

Förändringarna i kronans växelkurs under det senaste året illustrerar att prognoser för växelkursen är mycket osäkra. En stor och snabb förstärkning av växelkursen skulle dämpa importpriserna och efterfrågan, vilket skulle göra det svårare att nå inflationsmålet i den takt som Riksbanken nu förutser. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas. Denna risk är betydande mot bakgrund av att inflationen varit låg under en lång tid. En stor och snabb förstärkning av kronkursen skulle också kunna föra med sig betydande negativa konsekvenser för den realekonomiska utvecklingen.

Resursutnyttjandet väntas vara högre än normalt under prognosperioden. Enligt historiska samband kan därmed lönerna väntas öka snabbare och inflationen bli högre framöver. Det normerande löneavtal som slöts tidigare i år indikerar dock att kostnadsökningarna kommande år blir relativt måttliga. Detta kan tyda på att andra faktorer än det inhemska konjunkturläget blivit viktigare för att förklara löneutveckl-

⁴ Se även fördjupningarna "Ekonomiska konsekvenser av ökad protektionism" och "Omvärldens betydelse för penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport april 2017.

ingen. I många länder, däribland Sverige, har den underliggande BNP-tillväxten per invånare och reallöneutvecklingen varit relativt svag det senaste decenniet samtidigt som realräntorna varit låga. Detta hänger bland annat samman med en svag produktivitetutveckling globalt efter den finansiella krisen. En viktig fråga är i vilken utsträckning det är ett uttryck för mer bestående förändringar i ekonomierna. Därtill kan pris- och lönebildningen ha anpassats till den långa perioden av låg inflation. Om dessa faktorer är av mer bestående karaktär kan sambandet mellan konjunkturläget och löneutvecklingen, som tidigare gett god vägledning för bedömningen av kostnadstrycket, ha försvagats (se fördjupningen ”Stark konjunktur men dämpade löneökningar” i denna penningpolitiska rapport).

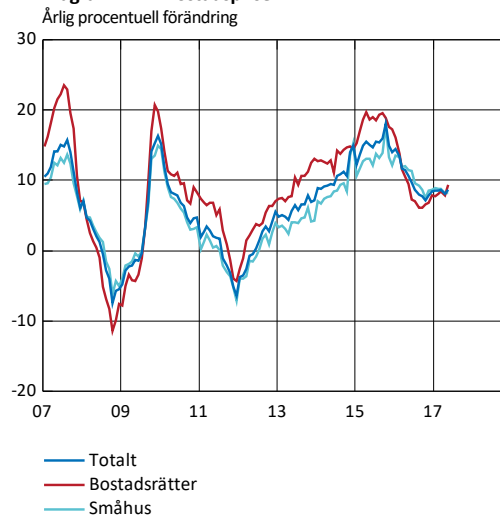
Riksbankens prognos för löneutvecklingen väger samman en stor mängd information, där löneavtalen är viktiga. Löneökningstakten väntas bli förhållandevis måttlig de kommande åren, och lägre än vad de historiska sambanden med resursutnyttjandet indikerar. Prognosen är dock osäker. Skulle löneutvecklingen bli svagare än i prognosen är det troligt att även företagets kostnader utvecklas svagare och att inflationen därmed blir lägre. Men sambanden mellan resursutnyttjandet och löner och priser beror på vilka faktorer som påverkar utvecklingen. En varaktigt lägre produktivitetstillväxt skulle exempelvis innebära att reallönetillväxten, och därmed även tillväxten i nominella löner, blir lägre men att inflationen inte nödvändigtvis påverkas särskilt mycket. Penningpolitiken skulle dock även i detta fall kunna påverkas, eftersom en varaktigt lägre produktivitetstillväxt är förknippad med en lägre långsiktig nivå för reporäntan.⁵

Den ekonomiska utvecklingen kan också komma att bli starkare än i prognosen. Den senaste tiden har realekonomin stärkts både i omvärlden och i Sverige. Om denna utveckling skulle fortsätta kan resursutnyttjandet och därmed inflationen drivas upp ganska snabbt. En högre löneökningstakt än i prognosen, i linje med de historiska sambanden med resursutnyttjandet, skulle också kunna leda till högre inflation (se fördjupningen ”Stark konjunktur men dämpade löneökningar” i denna penningpolitiska rapport). Inflationen har dock underskridit målet under lång tid och skulle inflationen tillfälligt bli något högre än inflationsmålet behöver det inte innebära att penningpolitiken måste göras mindre expansiv i närtid.

Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår – angeläget med åtgärder

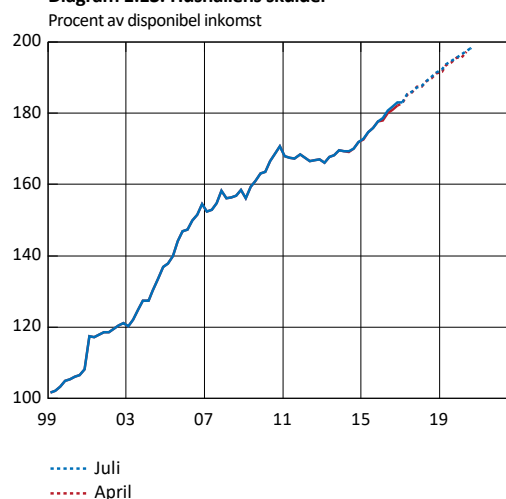
Bostadspriserna har stigit kraftigt under flera år, och hushållens skuldsättning har stigit i takt med bostadspriserna (se diagram 1:12 och 1:13). Den höga och ökande skuldsättningen kan äventyra den finansiella och den makroekonomiska stabiliteten. För att få en långsiktigt hållbar utveckling för svensk

Diagram 1:12. Bostadspriser



Källa: Valueguard

Diagram 1:13. Hushållens skulder



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalerna.

Källor: SCB och Riksbanken

⁵ Se fördjupningen ”Reporäntan på lång sikt” i Penningpolitisk rapport februari 2017.

ekonomi, med stabil konjunktur och inflation, behövs en kombination av åtgärder inom olika politikområden. Detta är särskilt viktigt eftersom räntorna förväntas vara fortsatt låga under en lång tid. Om inga ytterligare åtgärder vidtas bedöms de samhällsekonomiska obalanserna öka. Det kan i förlängningen bli mycket kostsamt för Sveriges ekonomi.

Det är angeläget att regeringen vidtar riktade åtgärder inom bostadspolitiken och skattepolitiken för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Politikerna behöver ta ett helhetsgrepp och se över såväl beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar som fastighetsskatten och ränteavdragen. Riksbanken har efterfrågat ytterligare makrotillsynsåtgärder och välkomnar därför Finansinspektionens förslag från 22 juni om skärpt amorteringskrav som föreslås träda ikraft den 1 januari 2018. Riksbanken har också framfört att det är viktigt att Finansinspektionens uppdrag och mål för makrotillsynen, samt processen för att tilldela Finansinspektionen verktyg, bör förtydligas och preciseras i lag. Regeringen presenterade tidigare i år förslag om ytterligare verktyg för makrotillsyn vilket nu resulterat i en lagrådsremiss. Riksbanken ser förslagen som ett steg i rätt riktning.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har börsen stigit i USA och måtten för osäkerhet är på låga nivåer. Federal Reserve har fortsatt att göra penningpolitiken mindre expansiv medan den europeiska centralbanken fortsätter med penningpolitiska stimulanser. Samtidigt har statsobligationsräntorna stigit något i Tyskland medan de är i princip oförändrade i USA och i Sverige. Kronan är något starkare än prognosen i april. Hushåll och företag möter fortfarande låga räntor samtidigt som kreditillväxten är hög. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara gynnsamma för tillväxten på kort sikt.

Utvecklingen internationellt

Federal Reserve höjde styrräntan i juni

Vid det penningpolitiska mötet i juni höjde Federal Reserve intervallet för styrräntan. Beslutet var väntat och marknadsreaktionerna blev därför små. Marknadens förväntningar är i princip oförändrade sedan april och indikerar ungefär två ytterligare höjningar fram till slutet av 2019 (se diagram 2:1).

Vid mötet i juni upprepades även planen på att fortsätta återinvestera alla förfall i värdepappersportföljen tills räntehöjningscykeln har kommit en bra bit på väg. Federal Reserve angav vid junimötet att man väntar sig att påbörja en normalisering av balansräkningen i år, givet att ekonomin i stora drag utvecklas som förväntat. Nedtrappningen planeras göras successivt med en gräns för hur stor minskningen av tillgångarna får vara varje månad. Gränsen kommer sättas lågt i början för att sedan gradvis höjas. Budskapet är dock att förändringarna kommer att ske stegvis och att de kommer att kommuniceras i god tid innan de genomförs.

Vid ECB:s penningpolitiska möte i juni hölls penningpolitiken oförändrad. Inlåningsräntan, som för närvarande är den ränta som styr dagslåneräntan i euroområdet, lämnades kvar på -0,40 procent. Nettotillgångsköpen fortlöper fram till slutet av december 2017, eller längre om så är nödvändigt. Köpen fortsätter under alla omständigheter till dess att ECB ser en varaktig förbättring av inflationsutsikterna. ECB angav även att de är redo att utöka nettotillgångsköpen vad gäller storlek eller varaktighet vid behov. Man framhöll även att styrräntorna kommer vara på en oförändrad nivå under en lång tid

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i april
I princip oförändrade statsobligationsräntor i USA och i Sverige. Något högre statsobligationsräntor i Tyskland.
Kronan är i konkurrensvägda termer något starkare än prognosen i april.
Aktieindex har stigit i USA och mått för osäkerhet på de finansiella marknaderna är på låga nivåer.
Fortsatt låga räntor till hushåll och företag.
Fortsatt hög tillväxt i utlåningen till hushåll och icke-finansiella företag.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om den framtida reporäntan och statsobligationsköp påverkar utvecklingen i de långa statsobligationsräntorna, som också styrs av utländska räntor. Statsobligationsräntorna utgör ett ankare för andra typer av obligationsräntor som i sin tur inverkar på bankernas finansieringskostnader. Dessa påverkar i slutändan utlåningsräntorna till hushåll och företag.



och betydligt längre än slutpunkten för tillgångsköpprogrammet. På presskonferensen betonade ECB-chefen Mario Draghi att man inte heller utesluter ytterligare räntesänkningar om det skulle vara nödvändigt. På längre sikt är marknadens förväntningar på ECB:s inlåningsränta i princip oförändrade sedan i april och en första räntehöjning från ECB väntas först i början av 2019 (se diagram 2:1).

Bank of England höll penningpolitiken oförändrad vid sitt möte i juni. Beslutet var dock inte enigt, utan tre av de åtta ledamöterna i den penningpolitiska kommittén röstade för en höjning av räntan. I Norge beslutade den norska centralbanken att lämna penningpolitiken oförändrad i juni, men höjde sin reporäntebana på kort sikt. Även den japanska centralbanken lämnade penningpolitiken oförändrad vid sitt möte i juni.

Amerikanska statsobligationsräntor är ungefär oförändrade

Amerikanska räntor steg under hösten 2016 i samband med förväntningar på ökade finanspolitiska stimulanser vilket fick inflationsförväntningarna att stiga. I takt med att utlovade reformer inte infriats har inflationsförväntningarna sjunkit vilket även fått de längre nominella statsobligationsräntorna att falla tillbaka under våren (se diagram 2:2). Kommunikation från ett antal centralbanker har under den senaste tiden fått räntor att stiga internationellt och så även amerikanska räntor. Sedan Riksbankens beslut i april är amerikanska statsobligationsräntor med lång löptid i princip oförändrade.

I Tyskland var statsobligationsräntorna mycket låga före det franska presidentvalet vilket delvis kan bero på att tillgångar som upplevs som säkra efterfrågas mer i perioder med stor politisk osäkerhet. Samtidigt minskade efterfrågan på tillgångar som upplevs som mer riskfyllda, vilket fick räntorna att stiga i många andra europeiska länder. Efter valutgången sjönk räntorna i dessa länder och har därefter fortsatt att sjunka. Tyska räntor steg däremot direkt efter det franska presidentvalet och har stigit ytterligare efter kommunikation från den europeiska centralbanken.

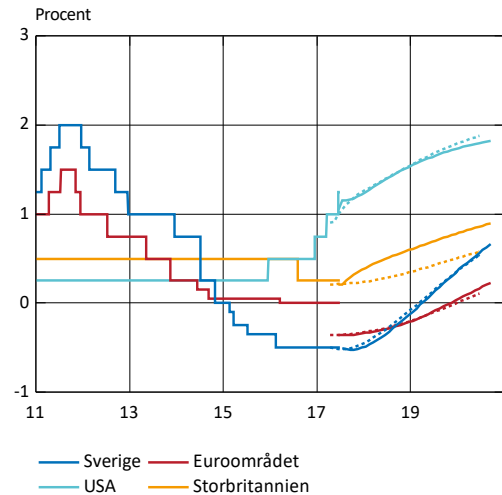
I Storbritannien är det efter valet i juni ännu svårt att bedöma den allmänna ekonomiska utvecklingen. Valutgången i juni påverkade inte räntorna nämnvärt, men längre statsobligationsräntor har stigit något sedan april i linje med den internationella utvecklingen (se diagram 2:2).

Börskurser i USA har stigit

Sedan april har börskurserna stigit i USA samtidigt som vinstutvecklingen varit relativt god. Även börserna i många utvecklingsländer har stigit. I Europa har börserna däremot sjunkit något sedan april (se diagram 2:3).

Mått för osäkerhet, så som den förväntade volatiliteten på aktiemarknaden, är på låga nivåer i både USA och i Europa. I USA har också kostnaden för att försäkra sig mot större

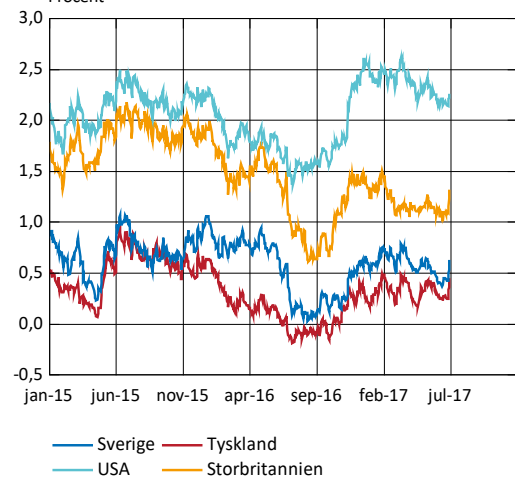
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men normalt följer den reporäntan väl. Heldragna linjer är skattade 2017-06-29, streckade linjer är skattade 2017-04-26.

Källor: Macrobond och Riksbanken

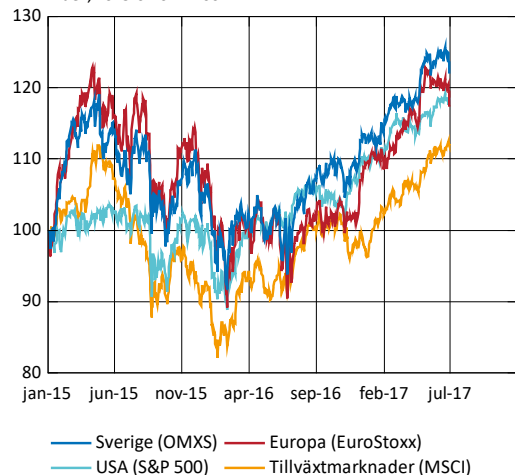
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. Börsutveckling



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

börsnedgångar via optionsmarknaden minskat och det så kallade SKEW-indexet⁶ har fallit tillbaka sedan den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 2:4).

Finansiella förhållanden i Sverige

Små förändringar i svenska marknadsräntor

Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna har förväntningarna på den framtida reporäntan i närtid sjunkit något sedan april. Förväntningarna föll i samband med Riksbankens besked att obligationsköpen utökas med 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017 och prognosen för den första reporäntehöjningen flyttas fram ett kvartal. Termräntorna ligger visserligen något över Riksbankens reporäntebana på kort sikt, men de är i linje med reporäntebanan på lite längre sikt. Enkätundersökningar av marknadsaktörernas förväntningar på reporäntan framöver ligger samtidigt något högre än Riksbankens ränteprognos på ett och två års sikt (se diagram 2:5).

De svenska statsobligationsräntorna har stigit den senaste tiden i linje med den internationella utvecklingen och är i princip oförändrade jämfört med april. Även räntor på andra typer av obligationer, så som säkerställda- och företagsobligationer är i princip oförändrade sedan april.

Räntor med kortare löptid har dock fallit något och räntan på en statsskuldväxel med kort löptid är tydligt lägre än reporäntan. En bidragande orsak till detta är Riksbankens statsobligationsköp. Statsobligationsköpen har medfört att Riksbanken nu innehar kring 40 procent av de utestående nominella statsobligationerna i svenska kronor. Det innebär att en relativt stor andel av statsobligationerna inte finns tillgänglig för handel på marknaden, vilket skulle kunna påverka marknads sätt att fungera. Samtidigt har det under senare år införts olika typer av nya finansiella regleringar, som också kan ha påverkat marknads funktionssätt. Även om bilden inte är entydig så tyder flera indikatorer på att Riksbankens obligationsköp har haft en begränsad inverkan på marknadslikviditeten. Den sammantagna bedömningen är att den svenska statsobligationsmarknaden fortsatt fungerar tillfredsställande.⁷

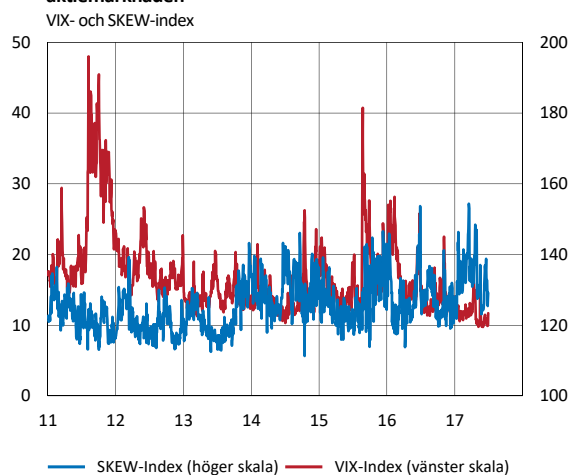
Kronan något starkare

I konkurrensvägda termer, KIX, är kronan något starkare än Riksbankens prognos i april. Kronan har stärkts mot de flesta valutor, men försvagats något mot euron (se diagram 2:6). Den starka utvecklingen i euron kan främst förklaras av att osäkerheten minskat i samband med resultatet av det franska

⁶ SKEW-indexet visar sannolikheten för negativa utfall på börsen, beräknat utifrån optionspriser. SKEW-indexet stiger när säljoptioner är dyra i förhållande till köpoptioner, vilket speglar att det blir relativt sett dyrare att försäkra sig mot större börsfall.

⁷ För en diskussion om indikatorer för marknadslikviditet, se Bonthron, F. Johansson, T. och Mannent, J. Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet, *Ekonomisk kommentar nr 3*, 2016. Sveriges riksbank. Se även Finansiell stabilitet 2017:1.

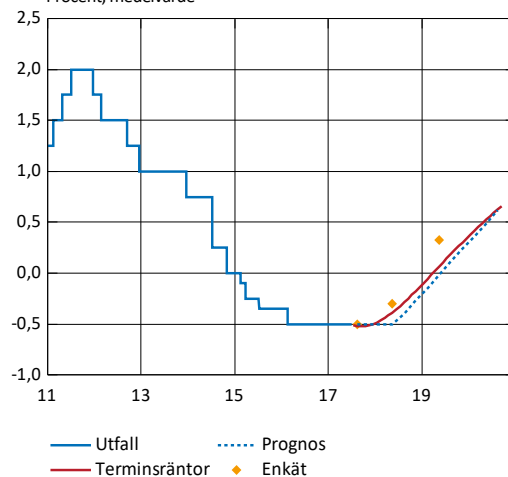
Diagram 2:4. Volatilitet och risk för stora nedgångar på aktiemarknaden



Anm. Både VIX och SKEW beräknas utifrån optioner på aktieindexet S&P 500. VIX-indexet mäter den förväntade volatiliteten på aktiemarknaden, medan SKEW-indexet visar hur dyrt det är att köpa skydd mot stora börsfall.

Källa: Thomson Reuters

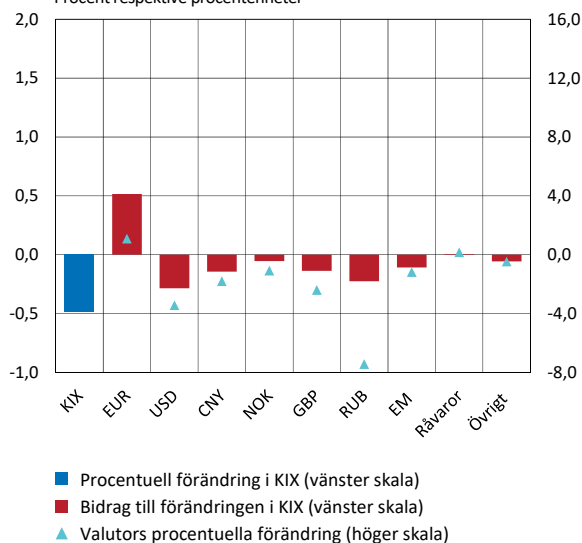
Diagram 2:5. Reporänta och marknadens förväntningar
Procent, medelvärde



Anm. Termräntorna är skattade 2017-06-29 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätssvar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2017-05-24.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:6. Bidrag och förändring i KIX-växelkurser
Procent respektive procentenheter



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2017-04-27 klockan 08.00 och 2017-06-30 klockan 10.00. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Rävaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

valet samtidigt som ekonomiska indikatorer visat en något ljusare bild än väntat. Den amerikanska dollarn har istället försvagats i samband med att marknadsaktörer ändrat sina förväntningar om den framtida ekonomiska politiken i USA. Dollarn har främst försvagats mot euron men har även försvagats mot kronan.

Den svenska börsen är i princip oförändrad sedan april (se diagram 2:3). I Sverige har vinstutvecklingen varit stark och många företag har presenterat starkare rapporter än väntat.

Kreditillväxten för hushåll och företag fortsatt hög

Bankernas fortsatt goda finansieringsvillkor gör att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal låg i maj på 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån för icke-finansiella företag sjönk jämfört med april och uppgick till 1,1 procent (se diagram 2:7).

Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushållen sjunkit något mindre än reporäntan, medan utlåningsräntan till företagen har sjunkit något mer. De genomsnittliga inlåningsräntorna för hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.⁸ Sammantaget har genomsnittet från reporäntan till in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

Tillväxten i lån till hushåll är fortsatt hög, även om den har mattats av något sedan mitten av 2016. I maj var den årliga tillväxttakten i banklån till hushåll 6,9 procent. Ökningstakten i utlåningen till företag minskade något jämfört med april och uppgick till 4,7 procent (se diagram 2:8). Även ökningstakten i företagens upplåning i värdepapper sjönk något och uppgick till 14,7 procent i maj. Enkätundersökningar visar att företagens finansieringsvillkor fortsätter att vara goda.

Ökningstakten i bostadspriserna har varit stabil sedan slutet av 2016, även om det fortfarande finns stora regionala skillnader. I maj steg bostadspriserna med en årstakt på 8,6 procent (se diagram 1:12). Enkätundersökningar visar att allmänheten och mäklarna fortsätter att tro på stigande bostadspriser, dock har mäklarnas optimism mattats av något.

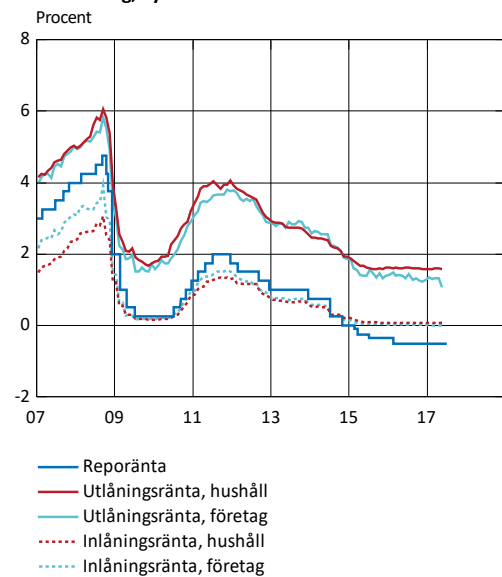
De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva

Den finansiella utvecklingen kan sammanfattas i ett finansiellt index, som indikerar att de finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva (se diagram 2:9).⁹ Till utvecklingen bidrar främst låga räntor och låg osäkerhet liksom hög tillväxttakt i bostadspriserna, god utlåningstillväxt och gynnsamma finansieringsvillkor. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena vara gynnsamma för BNP-tillväxten på kort sikt.

⁸ De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas dock den negativa inlåningsräntan ofta som en avgift och syns därför inte alltid i statistiken från SCB. Inlåning till negativa räntor utgör dock en liten andel av den totala inlåningen från icke-finansiella företag. Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport juli 2016.

⁹ För mer information om indexet, se Fransson, L. och Tysklind, O. Ett index för finansiella förhållanden i Sverige, *Penning och Valutapolitik 2017:1, 2017*. Sveriges riksbank.

Diagram 2:7. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. Utlåning till hushåll och företag

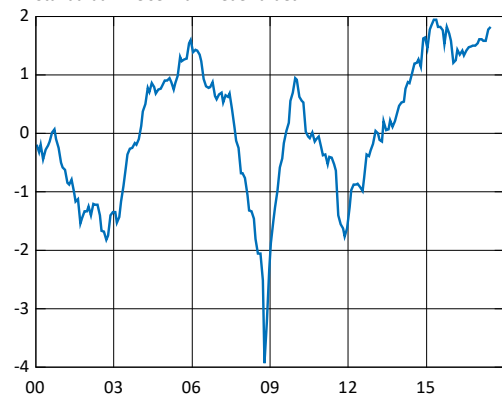


Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

Källa: SCB

Diagram 2:9. Finansiellt index för Sverige

Standardavvikelser från medelvärde



Anm. Indexet baseras på en principalkomponentanalys av tolv olika finansiella variabler. Ett högre värde indikerar mer gynnsamma finansiella förhållanden.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Den svenska konjunkturen är fortsatt stark och inflationen har stigit snabbare än väntat. I maj var inflationen 1,9 procent enligt KPIF och 1,6 procent rensat för energipriser. Sammantaget ger det aktuella ekonomiska läget fortsatt stöd till inflationsuppgången. BNP-tillväxten var visserligen lägre än väntat första kvartalet men väntas stiga det närmaste halvåret. Förtroendeindikatorer för hushåll och företag är på höga nivåer i såväl omvärlden som i Sverige. Tillväxten i sysselsättningen och arbetskraften är fortsatt hög. Samtidigt rapporterar många företag brist på arbetskraft och resursutnyttjandet i ekonomin bedöms vara högre än normalt. Kronförsvagningen det senaste året väntas också bidra positivt till inflationen de närmaste månaderna.

Inflation

Inflationen har stigit från en låg nivå

Inflationen har stigit snabbare än väntat. I maj var den 1,9 procent enligt KPIF och 1,6 procent rensat för energipriser (se diagram 3:1). Tjänstepriserna ökade snabbare än ett historiskt genomsnitt trots att hyrorna, som utgör cirka en fjärdedel av tjänstepriserna, fortfarande ökar långsamt. Priserna på varor och livsmedel steg i historiskt normal takt (se diagram 3.2). Jämfört med prognosen i april var det främst tjänstepriserna som steg snabbare än väntat.

Såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 (se diagram 3.1). Inflationsuppgången speglar bland annat konjunkturuppgången.¹⁰ Produktionskostnaderna ökar snabbare när resursutnyttjandet stiger och hög efterfrågan gör det lättare för företagen att höja priserna. Den stigande inflationen är delvis också en följd av att kronan har försvagats, vilket bland annat påverkar priserna på livsmedel och varor. Kronförsvagningen det senaste året väntas bidra till stigande inflation även de närmaste månaderna.

Inflationsuppgången håller i sig

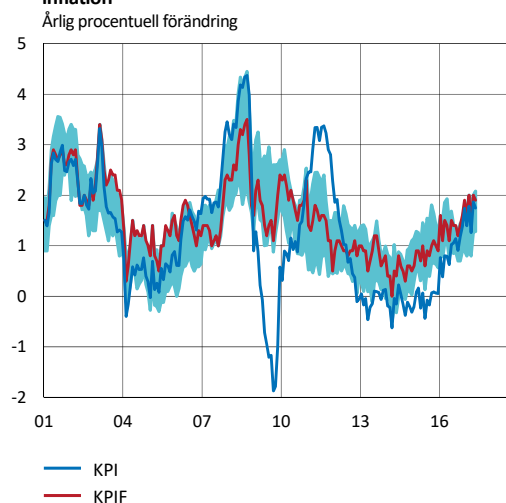
Indikatorer tyder på att inflationsuppgången består. Positivt stämningläge bland hushåll och företag enligt Konjunkturbarometern tyder på fortsatt hög efterfrågan. I producentledet ökar priserna på konsumtionsvaror allt snabbare (se diagram 3:3). Försvagningen av kronan har bidragit till att importpriserna på konsumtionsvaror har stigit snabbare. Även prisökningstakten för de konsumtionsvaror som produceras i Sverige har, enligt hemmamarknadsprisindex, stigit gradvis de senaste åren.¹¹ Enligt Riksbankens företagsundersökning i maj rapporterar dock handelsföretagen att de har svårt att höja

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR april	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,8 procent i april och 1,7 procent i maj.	KPIF-inflationen 2,0 procent respektive 1,9 procent i april och maj.
BNP-tillväxten 3,4 procent det första kvartalet.	BNP-tillväxten var 1,7 procent.
Arbetslösheten 6,7 procent andra kvartalet.	Månadsutfall för april och maj i linje med prognos.
BNP-tillväxten i euroområdet 2,0 procent första kvartalet.	Utfall i linje med prognos.
BNP-tillväxten i USA 1,4 procent första kvartalet.	Utfall i linje med prognos.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent, uppräknad till årstakt. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften, säsongsrensad.

Diagram 3:1. KPI, KPIF och olika mått på underliggande inflation



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. De mått som inkluderas är KPIF exklusive energi, KPIF med konstant skatt, UND24, Trim85, HIKP exklusive energi och icke-förädlade livsmedel, persistensviktad inflation, faktor från principalkomponentanalys och viktad medianinflation.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

¹¹ Priser i producentled mäts i det första distributionsledet då produkterna levereras från svenska producenter respektive första inköpsledet då produkterna kommer in i Sverige.

priserna eftersom konkurrensen är hård.¹² Enligt Konjunkturbarometern är handelsföretagens prisförväntningar nära ett historiskt genomsnitt.

Ett sätt att utnyttja information från utfall och indikatorer för att göra prognoser är att använda statistiska modeller. Det samlade resultatet från olika modeller, tyder på att inflationen enligt KPIF exklusive energi stiger under det närmaste halvåret (se diagram 3:4). De närmaste månaderna är Riksbankens prognos något högre än modellprognosen. Detta hänger bland annat samman med att modellerna inte fullt bedöms fånga utvecklingen av priser på charterresor.¹³ Uppgången i inflationen väntas därmed hålla i sig. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i april är inflationen mätt med KPIF exklusive energi något uppreviderad på kort sikt. Oljepriserna väntas dock samtidigt bli något lägre än tidigare bedömning och inflationen mätt med KPIF är därför i linje med prognosen i april. Utvecklingen i hushållens räntekostnader bidrar till att hålla ner inflationen mätt med KPI jämfört med KPIF.

Långsiktiga inflationsförväntningar nära 2 procent

Inflationsförväntningarna har stigit tydligt från låga nivåer sedan 2015 (se diagram 3:5). Enligt Prosperas undersökning för juni var inflationsförväntningarna på fem års sikt 2,1 procent enligt samtliga aktörer. De har därmed varit nära 2 procent under det senaste året. Inflationsförväntningarna på ett och två års sikt var 1,7 procent respektive 2,0 procent.

Global och svensk konjunktur

Optimistiska förtroendeindikatorer i omvärlden

Internationella förtroendeindikatorer som publicerats under senare tid visar att både hushåll och företag överlag är optimistiska om den ekonomiska utvecklingen (se diagram 3:6). Mått på ekonomisk-politisk osäkerhet har också sjunkit den senaste tiden.

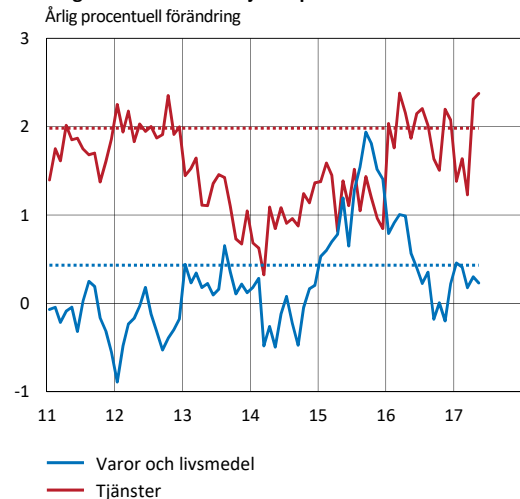
I euroområdet steg BNP med 2,0 procent första kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Tillväxten ökade därmed jämfört med fjärde kvartalet i fjol. Indikatorerna tyder på att BNP fortsätter att öka i ungefär samma takt de närmaste kvartalen. Inte minst företagen inom industrin rapporterar högre förtroende, även om detta hittills inte fullt ut avspeglats i stigande produktion.

I USA dämpades tillväxten något första kvartalet till 1,4 procent jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Både hushållens och företagens förtroende är dock på nivåer som talar för en högre tillväxt de närmaste kvartalen. Månadsutfallen för produktion och konsumtion tyder också på att tillväxten stiger andra kvartalet.

¹² Se Riksbankens företagsundersökning maj 2017.

¹³ SCB:s metodbyte för beräkning av priser på charterresor innebär att den säsongsmässiga variationen ökar.

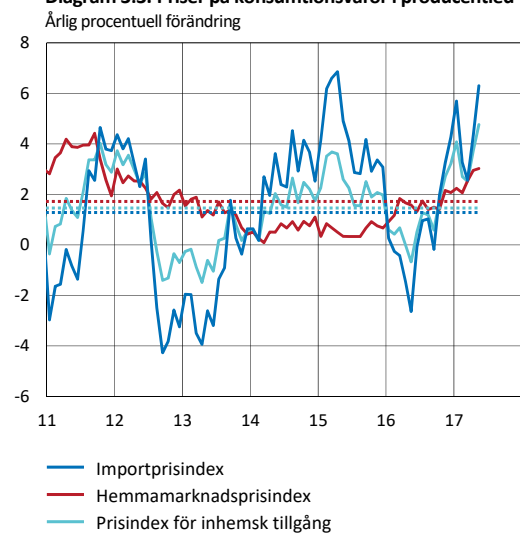
Diagram 3:2. Varu- och tjänstepriser i KPI



Anm. Varor och livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPI. Dessa utgör tillsammans 43 procent av KPI. Tjänstepriserna utgör 45 procent av KPI. Streckade linjer avser medelvärde sedan januari 1995.

Källor: SCB och Riksbanken

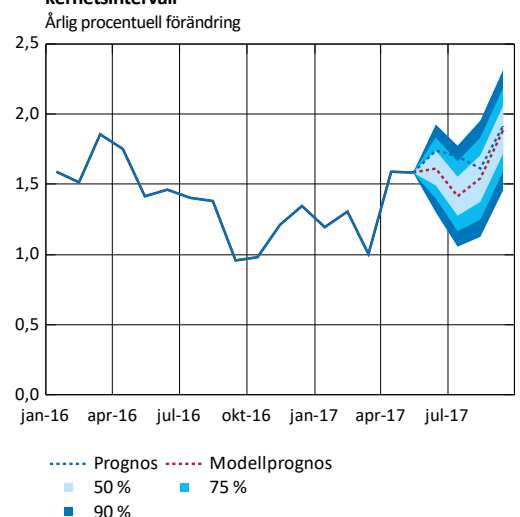
Diagram 3:3. Priser på konsumtionsvaror i productled



Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadsprisindex mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av importpris- och hemmamarknadsprisindex. Streckade linjer avser genomsnittlig ökningstakt sedan januari 2000.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Det råder visserligen osäkerhet om finanspolitikens utformning men detta förändrar inte bilden av en fortsatt konjunkturförstärkning i USA.

KIX-vägd BNP ökade med 2,8 procent första kvartalet, jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Tillväxten var i stort sett oförändrad jämfört med fjärde kvartalet men högre än tidigare under fjolåret. De närmaste kvartalen bedöms tillväxten dämpas något till cirka 2,3 procent. Prognosen är i linje med den penningpolitiska rapporten i april.

Något lägre inflation i omvärlden på kort sikt

Oljepriserna steg gradvis under fjolåret efter en bottenivå i början av 2016, vilket bidrog till en uppgång i inflationen. Men trots en ny överenskommelse om att förlänga utbudsrestriktionen inom OPEC till början av 2018 har oljepriset sjunkit något sedan den penningpolitiska rapporten i april. Framöver väntas oljepriset enligt terminspriseringen ligga kvar på ungefär nuvarande nivå på omkring 50 dollar per fat.

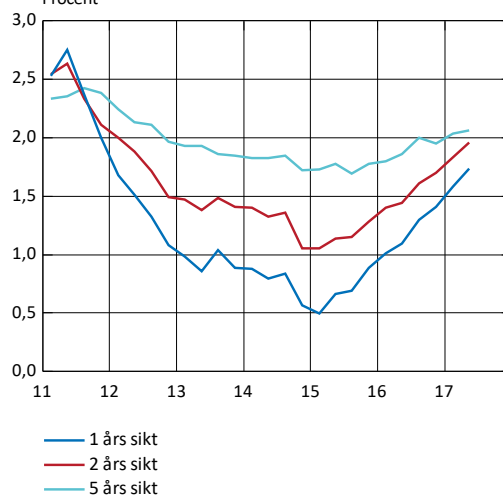
Inflationen i euroområdet har dämpats från 1,8 procent i genomsnitt under första kvartalet till 1,4 procent i maj. Den högre inflationen i början av året förklaras framför allt av stora tillfälliga bidrag från energipriserna. Underliggande inflation i euroområdet är fortsatt låg, runt 1 procent (se diagram 3:7). I USA har den underliggande inflationen mattats av från 1,8 procent i början året till 1,5 procent i april (se diagram 3:7). Sammantaget pekar utfall och oljeprisutvecklingen på att inflationen i omvärlden kommer att dämpas något närmaste tiden. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i april innebär detta en något lägre inflationsprognos, vilket främst förklaras av att oljepriset har fallit.

Svenskt konjunkturläge fortsatt starkt

Enligt nationalräkenskaperna växte svensk BNP med 1,7 procent första kvartalet jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Det var en överraskande låg tillväxt mot bakgrund av starka förtroendeindikatorer, hög sysselsättningsstillväxt och starka månadsutfall för produktionen. Det var framför allt tillväxten i exporten som var lägre än väntat efter två kvartal av hög tillväxt. Samtidigt fortsatte bostadsinvesteringarna att öka i snabb takt.

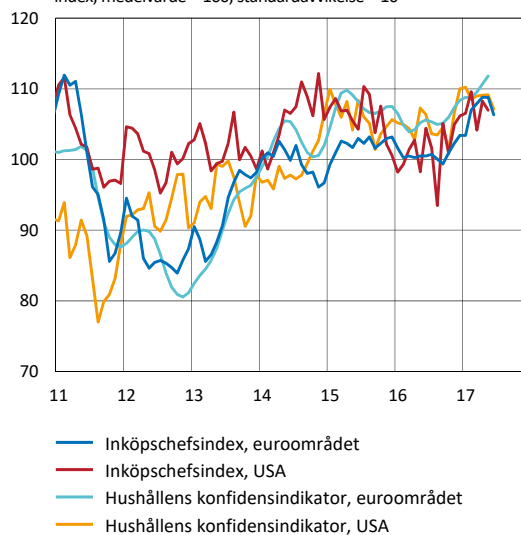
Månadsindikatorer tyder på att den svenska konjunktoren är fortsatt stark. I likhet med i många andra länder tecknar förtroendeindikatorerna en bild av hög efterfrågan i nuläget (se diagram 3:8). Stämningläget enligt Konjunkturbarometern är starkare än normalt i samtliga branscher, i synnerhet inom tillverkningsindustrin. Enligt Riksbankens företagsundersökning i maj har efterfrågan fortsatt att breddas under våren och företagen tror att det starka konjunkturläget håller i sig de närmaste månaderna. Månadsutfall för efterfrågan tyder samtidigt på en något svagare utveckling än förtroendeindikatorerna. Försäljningen inom detaljhandeln dämpades åter i

Diagram 3:5. Inflationsförväntningar bland samtliga aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

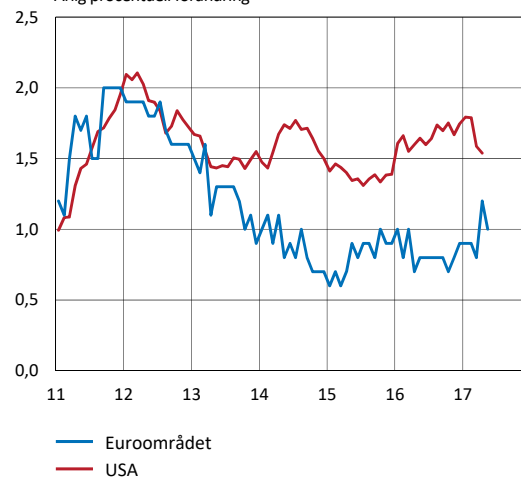
Diagram 3:6. Förtroendeindikatorer i omvärlden
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Anm. Serierna är normaliserade från januari 1999.

Källor: Institute for Supply Management (ISM), Markit Economics, OECD, University of Michigan och Riksbanken

Diagram 3:7. Underliggande inflation i omvärlden
Årlig procentuell förändring



Anm. För euroområdet visas HIKP exklusive energi och icke-förädlade livsmedel. För USA visas PCE exklusive energi och livsmedel.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

maj efter en stark utveckling i april. Utvecklingen av varuexporten stödjer industriföretagens rapportering om stigande exportefterfrågan enligt Konjunkturbarometern och Inköpschefsindex. Den samlade bedömningen är därmed att den relativt låga BNP-tillväxten första kvartalet var tillfällig. Tillväxten under andra och tredje kvartalet väntas bli högre än den historiskt genomsnittliga tillväxttakten, ungefär i linje med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i april.

Informationen i ett stort antal indikatorer för BNP-tillväxten under andra kvartalet kan sammanfattas med hjälp av statistiska modeller. Modellprognoserna indikerar en BNP-tillväxt på 2,4 procent under andra kvartalet, jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Riksbankens prognos är nära genomsnittet av modellprognoserna.

Höga anställningsplaner men brist på arbetskraft

Tillväxten i sysselsättning och arbetskraft har varit hög de senaste kvartalen.¹⁴ Månadsdata för andra kvartalet och indikatorer för efterfrågan på arbetskraft pekar på att sysselsättningen kommer att växa snabbt även de närmaste kvartalen. Exempelvis är både antalet lediga jobb enligt SCB och anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern på höga nivåer. Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden medför att sysselsättningsgraden fortsätter att stiga och arbetslösheten minskar ytterligare något (se diagram 3:10).

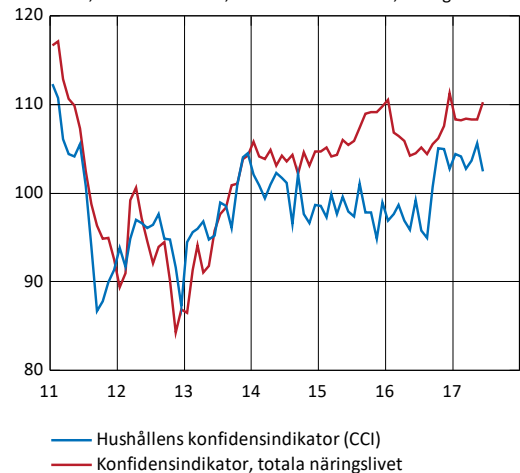
I takt med att sysselsättningen ökat och arbetslösheten fallit har även indikatorerna för resursutnyttjandet på arbetsmarknaden stigit. Andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft har stigit till höga nivåer. Vakansgraden, som mäter andelen obemannade jobb som behöver tillsättas, är på en hög nivå och den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång. Det pekar på att det i nuläget är svårt att få tag på arbetskraft med efterfrågad kompetens.

Tillgången på arbetskraft och matchningen mellan behov av och tillgång på kompetens påverkar tillväxten i produktion och sysselsättning. Stigande brist på arbetskraft påverkar också utvecklingen av inflationen via högre löneökningar, om än med viss tidsfördröjning. Riksbankens RU-indikator, som är ett mått på mängden lediga resurser i ekonomin, ligger på en historiskt hög nivå. Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt. Detta är i linje med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i april.

¹⁴ Riksbanken bedömer att en del av utvecklingen på arbetsmarknaden den senaste tiden inte speglar den faktiska utvecklingen utan är ett resultat av arbetskraftsundersökningarnas urvalsförfarande som medför en överskattning av tillväxten. Se "Över- och undertäckning i Arbetskraftsundersökningarna (AKU) – en registerbaserad studie", SCB, 2017 och ruta i den penningpolitiska rapporten i april 2017.

Diagram 3:8. Konfidensindikatorer

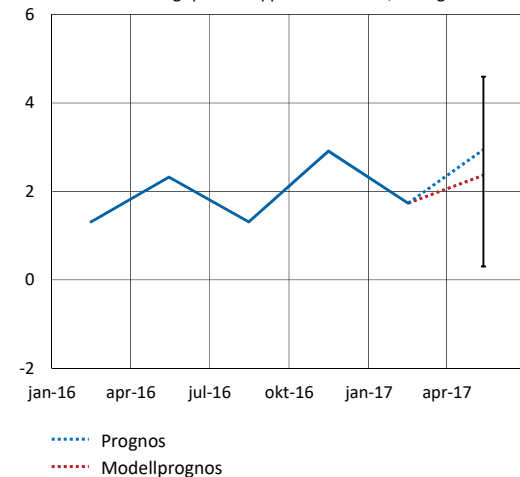
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:9. BNP, modellprognos med osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknad i årstakt, säsongrensade data

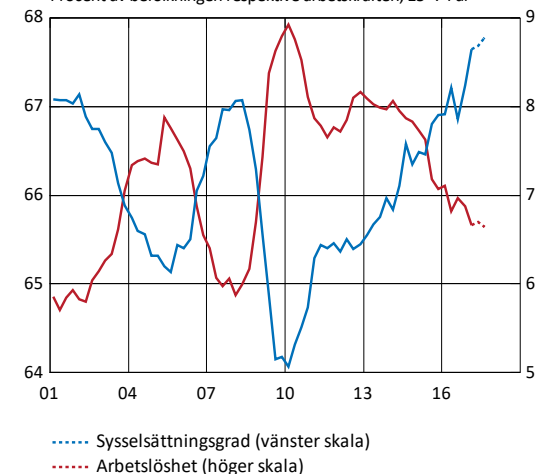


Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Den vertikala linjen avser 50 procentigt osäkerhetsintervall. Osäkerhetsintervallet är baserat på modellernas historiska prognosfel. En förklaring till bredden i osäkerhetsintervallet är den stora variationen i utfall mellan olika kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Källor: SCB och Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter och inflationen i omvärlden stiger allteftersom konjunkturen förbättras. Svensk ekonomi befinner sig i ett starkt konjunkturläge även om BNP väntas växa i en mer normal takt framöver. Den stora asylinvandringen 2015 lämnar ett mindre avtryck i den offentliga konsumtionstillväxten i år och takten i bostadsbyggandet bedöms dämpas från och med 2018. En allt stramare arbetsmarknad väntas leda till att löneökningstakten stiger. Inflationen väntas stabiliseras runt 2 procent i början av 2019.

Omvärlden

Den globala återhämtningen fortsätter

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter. Tillväxten i investeringar ökar och stärker i sin tur utvecklingen i världshandeln. BNP-tillväxten hålls dock tillbaka av faktorer som en svag underliggande produktivitetstillväxt och åldrande befolkningar på många håll.

Sammantaget bedöms den globala BNP-tillväxten stiga gradvis från 3,2 procent 2016 till 3,7 procent 2019. KIX-vägd BNP-tillväxt, som visar utvecklingen i de länder som är viktiga för svensk ekonomi, väntas stiga från 2 procent 2016 till 2,5 procent i år, varefter den dämpas något fram till 2019 då den uppgår till 2,3 procent (se diagram 4:1). Prognosen för BNP-tillväxten i omvärlden är därmed i stort sett oförändrad jämfört med prognosen i april.

Konjunkturen stärks ytterligare i USA

I USA gynnas konsumtionstillväxten av att sysselsättningen fortsätter att öka, samtidigt som en stigande löneökningstakt bidrar till att hålla uppe tillväxten i hushållens inkomster. Dessutom har flera års stigande priser på fastigheter och aktier gjort hushållen mer förmögna. Efter en period av låg tillväxt i investeringarna väntas den öka i snabbare takt och bidra till en något starkare produktivitetstillväxt framöver.

Den amerikanska arbetsmarknaden har utvecklats väl och arbetslösheten är låg. Allt eftersom en allt större andel av den arbetsföra befolkningen kommer i arbete väntas sysselsättningstillväxten avta och BNP-tillväxten mattas något under prognosperioden.

Fortsatt återhämtning i euroområdet

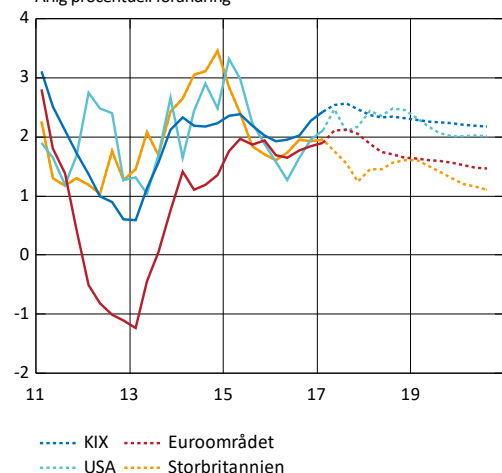
I euroområdet fortsätter BNP att växa snabbare än den trendmässiga tillväxten och förtroendeindikatorerna är ovanligt starka (se diagram 4:2).

Återhämtningen gynnas av att den globala finanskrisens efterdyningar, i form av högre privat och offentligt sparande och hämmad utlåning till följd av försvagade banker, klingar av. Från att främst ha varit driven av konsumtion drivs nu till-

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Återhämtningen i världsekonomin fortsätter och världshandeln växer snabbare än den gjort under de senaste åren.
Inflationstrycket i omvärlden är lågt men väntas stiga i takt med att resursutnyttjandet ökar.
Svensk ekonomi befinner sig i ett starkt konjunkturläge även om tillväxttakten i BNP avtar gradvis de kommande åren. Kronan förstärks långsamt.
En långsammare befolkningstillväxt och matchningsproblem bidrar till en mer dämpad utveckling på arbetsmarknaden.
Det högre resursutnyttjandet och ett högre internationellt pristryck bidrar till att den underliggande inflationen fortsätter att stiga. KPIF-inflationen stabiliseras nära 2 procent i början av 2019.

Diagram 4:1. Tillväxt i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics och Riksbanken

växten alltmer av investeringar. Ett högre kapacitetsutnyttjande i industrin kombinerat med en starkare byggsektor bidrar till att investeringarna växer snabbare framöver. Återhämtningen i investeringarna hämmas dock av fortsatt osäkerhet om den politiska utvecklingen och på sina håll kvardröjande svagheter i banksystemet.

Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i euroområdet öka till 2,0 procent 2017 för att därefter falla tillbaka marginellt de kommande åren. Det bedöms innebära att resursutnyttjandet stiger under prognosperioden.

Svårbedömda effekter av valresultatet i Storbritannien

I Storbritannien väntas en svag och avtagande tillväxt i spåren av försämrade köpkraft och investeringar som hämmas av en osäker utveckling av relationen till omvärlden. Det är så här långt svårt att säga hur resultatet av valet i början av juni, där regeringspartiet förlorade den egna majoriteten i parlamentet, påverkar förhandlingarna om utträdet ur EU och därmed ekonomin mer varaktigt.

Högre tillväxt i framväxande ekonomier

Det senaste årets uppgång i råvarupriserna gör, tillsammans med större infrastrukturinvesteringar, att tillväxten stiger något i de framväxande ekonomierna. I Kina bidrar infrastrukturinvesteringar till en fortsatt hög tillväxt. I år bedöms den kinesiska ekonomin växa i enlighet med regeringens mål på 6,5 procent för att därefter mattas av. Den högt skuldsatta företagssektorn utgör en risk som kan hota utvecklingen i den kinesiska ekonomin, även om företagens skulder nu växer långsammare. Regleringar i fastighets- och finanssektorn kombinerade med kommunikation från den politiska ledningen tyder på en växande insikt om skuldproblematiken och kan komma att medföra att kreditväxten dämpas framöver.

Den brasilianska ekonomin utvecklas fortsatt svagt och den politiska instabiliteten har ökat i och med korruptionsmisstankarna mot presidenten. I Ryssland väntas BNP öka något i år efter fjolårets stagnation.

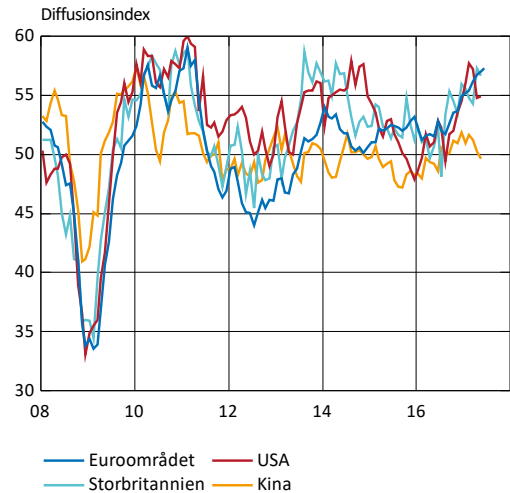
Lågt men stigande inflationstryck i omvärlden

I år bidrar det senaste årets energiprisutveckling till att höja inflationen i omvärlden (se diagram 4:3 och 4:4). När bidraget från energiprisökningarna minskar framöver så väntas istället andra priser stiga i snabbare takt till följd av ett stigande resursutnyttjande.

Det gäller inte minst i USA där arbetslösheten har sjunkit till en låg nivå och löneökningstakten stiger. I euroområdet, där det fortfarande finns relativt gott om lediga resurser på de flesta håll, väntas inte löner och priser stiga lika snabbt.

Sammantaget bedöms den genomsnittliga inflationen i omvärlden (KIX-vägd) stiga gradvis från 1,9 procent i år till drygt 2,2 procent i slutet av prognosperioden.

Diagram 4:2. Inköpschefsindex i olika länder och regioner



Anm. Diffusionsindex (DI) är en transformation av netttotal (NT):
 $DI = NT/2 + 50$.

Källor: Institute for Supply Management (ISM) och Markit Economics

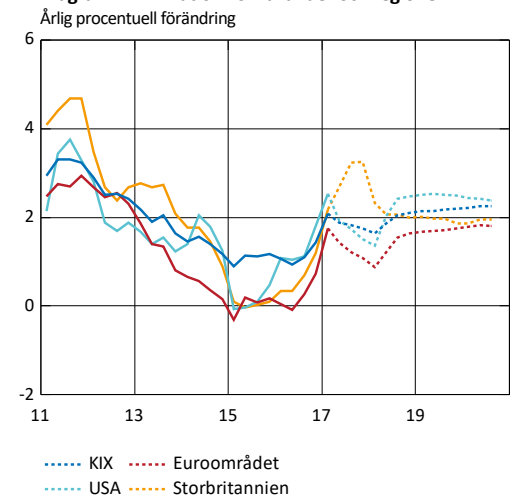
Diagram 4:3. Pris på råolja



Anm. Brentolja, terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:4. Inflation i olika länder och regioner



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av KIX-vägd inflation används HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics och Riksbanken

Sverige

Stark konjunktur men lägre tillväxt

Svensk ekonomi befinner sig i ett starkt konjunkturläge efter ett par års hög BNP-tillväxt. De kommande åren väntas tillväxten dämpas till en mer normal takt. Den stora asylinvandringen 2015 lämnar ett mindre avtryck i den offentliga konsumtionstillväxten i år och tillväxten i bostadsbyggandet bedöms dämpas från och med 2018. Till bilden hör också att befolkningen i arbetsför ålder ökar långsammare framöver. Ökningen i antalet arbetade timmar bromsar därför in de kommande åren men tillväxten i produktiviteten bedöms samtidigt återhämta sig något jämfört med den svaga utvecklingen efter finanskrisen.

Efterfrågan på den svenska exportmarknaden utvecklades svagt under förra året vilket fick den svenska exporten att växa långsamt i ett historiskt perspektiv (se diagram 4:5).

Starkare konjunktursignaler från omvärlden tyder dock på att efterfrågan på svenska varor och tjänster ökar något snabbare de kommande åren. Ökningstakten är dock låg jämfört med tidigare uppgångsfaser, bland annat till följd av en lägre produktivitetstillväxt i omvärlden.

Den starka konjunkturen har inneburit att hushållens inkomster har ökat i god takt de senaste åren. Stigande tillgångspriser innebär också att hushållens förmögenheter har ökat. Samtidigt är hushållens sparande högt (se diagram 4:6). Hushållens reala disponibla inkomster väntas öka långsammare mot slutet av prognosperioden när inflationen är något högre, sysselsättningstillväxten något lägre och räntorna har börjat stiga. Hushållen väntas då minska sitt sparande och konsumtionen väntas öka ungefär i takt med sitt historiska genomsnitt. Finansinspektionens förslag på skärpt amorteringskrav bedöms bidra till att dämpa utvecklingen i hushållens konsumtion något.

Bostadsinvesteringarna har ökat mycket snabbt de senaste åren och väntas i år uppgå till nära 6 procent av BNP, vilket är mycket högt i ett historiskt perspektiv. Kapacitetsbegränsningar, som till exempel brist på personal och planlagd mark bedöms dock göra det svårt att fortsätta öka byggandet i samma takt. Samtidigt bedöms de kommande åren präglas av en något mer dämpad efterfrågan på bostäder, vilket håller tillbaka bostadsinvesteringarna något med början 2019. Tillväxten i näringslivets övriga investeringar beräknas däremot tillta något, då behovet av nyinvesteringar ökar till följd av ett fortsatt högt resursutnyttjande.

Sammantaget väntas svensk BNP i genomsnitt öka med 2,3 procent 2017–2019 (se diagram 4:7).

Bostadspriserna och hushållens skulder ökar lite långsammare

Bostadspriserna och hushållens skulder fortsätter att öka snabbare än hushållens inkomster. Ökningstakten väntas

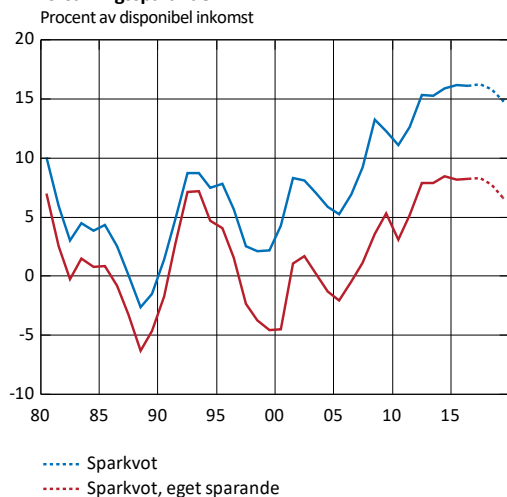
Diagram 4:5. Export och svensk exportmarknad



Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

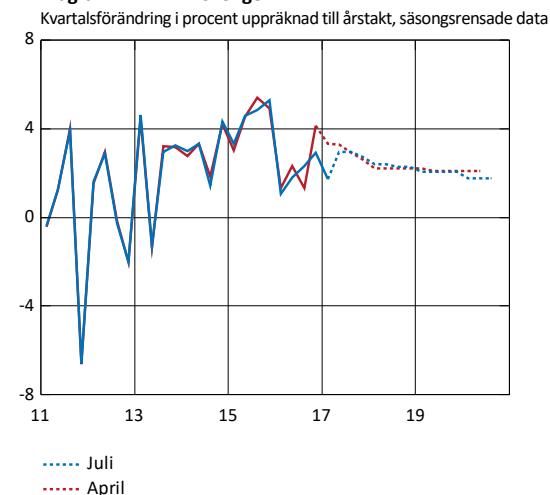
Diagram 4:6. Hushållens sparkvot med och utan kollektivt försäkringsparande



Anm. I hushållens totala sparande ingår kollektivt försäkringsparande. I den äldre definitionen, som också kallas hushållens egna totala sparande, är det kollektiva försäkringsparandet exkluderat och sparandet är skillnaden mellan inkomst och konsumtionsutgift.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:7. BNP i Sverige



Källor: SCB och Riksbanken

dock avta när boräntorna börjar stiga och hushållens inkomster ökar lite långsammare. Finansinspektionens förslag på skärpt amorteringskrav för hushåll med höga skulder bedöms också bidra till att bostadspriserna och skulderna ökar något långsammare. Sammantaget väntas dock både huspriser och skulder fortsätta att öka snabbare än hushållens inkomster även de kommande åren och under 2020 väntas skulderna närma sig 200 procent av hushållens disponibla inkomster (se diagram 1:13).

Utvecklingen på arbetsmarknaden bromsar in de kommande åren

Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt i flera år. Det är ett resultat både av att befolkningen i arbetsför ålder växt snabbt (se diagram 4:8) och en stigande efterfrågan. De utbudsreformer som genomförts har också haft betydelse.¹⁵

Tillväxten i arbetskraften och antalet sysselsatta väntas minska de kommande åren då befolkningsökningen blir allt mindre och framförallt består av asyl- och anhöriginvandrare, en grupp som historiskt haft svag anknytning till arbetsmarknaden. Arbetslöshetens sammansättning har också förändrats och i dagsläget är de arbetslösa till största delen personer som tillhör så kallade "utsatta grupper" i Arbetsförmedlingens statistik.¹⁶

Indikatorer för obalanser på arbetsmarknaden, såsom bristtal och rekryteringstider, tyder på att det blivit allt svårare för företagen att hitta den personal de söker. Det bidrar också till att tillväxten i antalet sysselsatta växlar ned de kommande åren. Arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden väntas plana ut på höga nivåer och arbetslösheten ökar något mot slutet av prognosperioden (se diagram 4:9). Utvecklingen på arbetsmarknaden är ändå så stark att resursutnyttjandet blir fortsatt högt (se diagram 4:10).

Andra avtalsområden följer industrins löneavtal

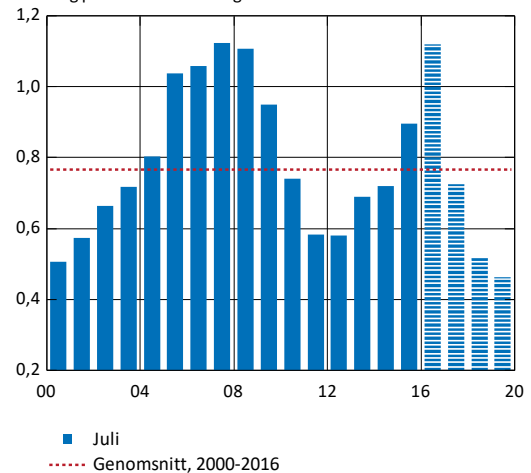
I slutet av mars i år tecknade parterna inom industrin nya kollektivavtal för löner med en kostnadsram på 6,5 procent under tre år. De andra avtalsområdena har hittills följt detta så kallade märke. Fram till mitten av juni har 225 kollektivavtal ingåtts och inrapporterats till Medlingsinstitutet. Sammanlagt återstår 270 kollektivavtal att omförhandla i år.

Preliminära utfall i konjunkturlönestatistiken de första månaderna i år har varit låga. Riksbankens prognos för lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken är därför något nedreviderad i år och bedöms öka med cirka 2,7 procent i årlig procentuell förändring. Enligt nationalräkenskaperna ökar timlönerna samtidigt med 3,2 procent. De centrala avtalen är en indikation på att löneökningstakten kommer att bli

¹⁵ Se fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i Penningpolitisk rapport juli 2012.

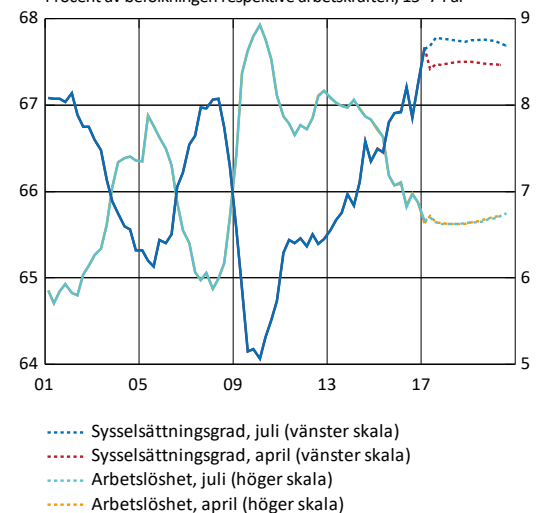
¹⁶ Enligt Arbetsförmedlingens statistik utgör "utsatta grupper" nu cirka tre fjärdedelar av de inskrivna arbetslösa. Dessa är arbetslösa utan gymnasieutbildning, utomeuropeiskt födda, personer över 55 år och/eller personer med funktionshinder som medför nedsatt arbetsförmåga.

Diagram 4:8. Befolkningstillväxt, 15–74 år
Årlig procentuell förändring



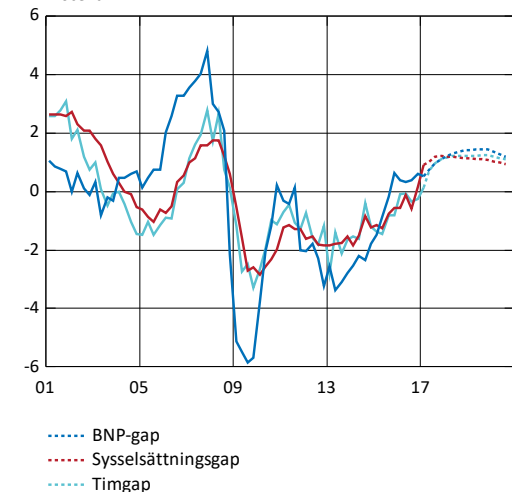
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. BNP-, sysselsättnings- och timgap
Procent



Anm. Gapen avser BNP:s, antalet arbetade timmars, respektive antalet sysselsattas avvikelse från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

dämpad de närmaste åren, i relation till den starka inhemska konjunkturen (se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar"). Riksbanken bedömer därför att löneökningstakten blir måttlig men att den stiger som en följd av den allt stramare arbetsmarknaden. Företagens svårigheter att få tag på rätt kompetens väntas sätta avtryck i kommande lokala löneavtal och i löneglidningen, vilket innebär att löner utöver centrala avtal bedöms öka snabbare de kommande åren. Riksbankens företagsundersökningar under senare tid indikerar också en ökande andel företag som tror att löneglidningen kommer att vara högre den kommande tolv månadersperioden än under den innevarande.

Nationalräkenskapernas timlöner och arbetskostnader, det vill säga summan av lönerna och arbetsgivaravgifterna, fortsatte under första kvartalet i år att vara tydligt högre än motsvarande mått i konjunkturlönestatistiken. Under prognosperioden bedöms dock timlönerna och arbetskostnaderna öka måttligt trots den starka konjunkturen. Produktivitetstillväxten bedöms visserligen återhämta sig något under prognosperioden men utvecklingen är fortsatt svag i ett historiskt perspektiv. Arbetskostnaderna per producerad enhet utvecklas under 2018 och 2019 därmed i linje med den historiskt genomsnittliga ökningstakten (se diagram 4:11).

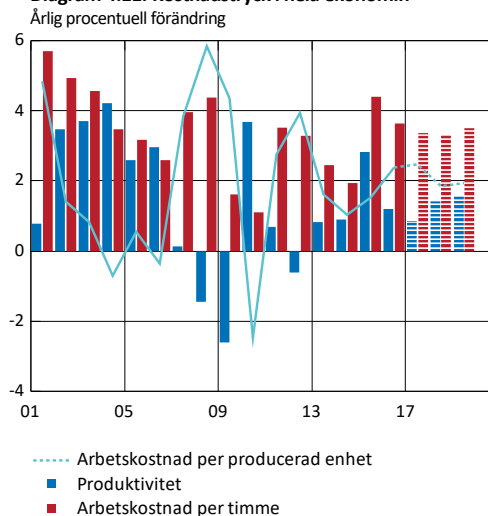
Inflationsuppgången fortsätter

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 och uppgick till 1,9 procent i maj. Under det senaste året har stigande energipriser bidragit till uppgången. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi är därför lägre och uppgick till 1,6 procent i maj.

Bidraget från energipriserna till inflationen bedöms bli mindre framöver, när oljepriset väntas öka långsammare i linje med terminsprissättningen (se diagram 4:3). Riksbanken bedömer ändå att det finns förutsättningar för att uppgången i inflationen fortsätter. En faktor som talar för detta är att resursutnyttjandet i ekonomin stigit och väntas vara fortsatt högre än normalt under prognosperioden. Det senaste årets stigande resursutnyttjande har inte heller ännu fått fullt genomslag på inflationen, eftersom denna påverkas med fördröjning.¹⁷ En starkare konjunktur, i både Sverige och omvärlden, leder vanligen till att företagens kostnader ökar allt snabbare samtidigt som det blir lättare för företagen att höja priserna på sina produkter. Även om löneökningstakten bedöms bli fortsatt måttlig stiger den under prognosperioden och arbetskostnaderna per producerad enhet ökar ungefär i linje med sitt historiska snitt på 2 procent (se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar").

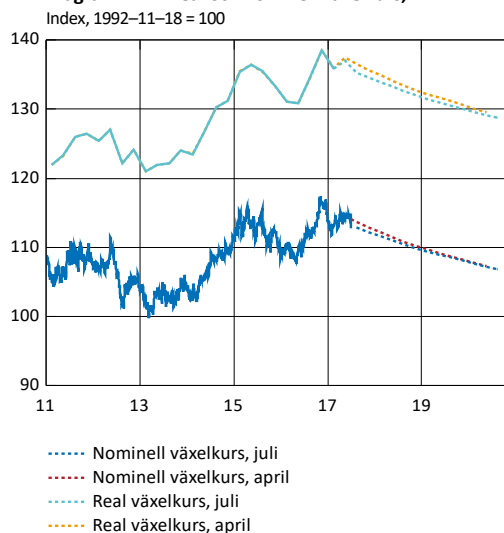
En annan faktor som påverkar inflationen är kronans växelkurs. Kronan är svagare jämfört med för ett år sedan (se diagram 4:12). De kommande åren väntas växelkursen förstärkas något och därmed lämna mindre positiva bidrag till

Diagram 4:11. Kostnadstryck i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Real och nominell växelkurs, KIX



Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Utfall är dagsdata för nominell växelkurs, utfall för real växelkurs samt prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

¹⁷ Se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

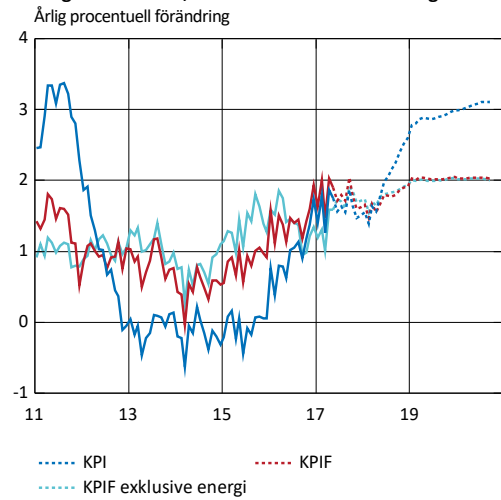
inflationen. Men då väntas istället det högre resursutnyttjandet och ett högre internationellt pristryck bidra till att inflationen fortsätter att stiga.

Inflationen stabiliseras runt 2 procent i början av 2019

KPIF-inflationen bedöms stabiliseras runt 2 procent i början av 2019. Detta är i linje med bedömningen som gjordes i föregående penningpolitiska rapport. Precis som i föregående prognos ökar energipriserna snabbare än övriga priser i år och bidrar till att inflationen är högre mätt med KPIF än med KPIF exklusive energi (se diagram 4:13).

Inflationen i det EU-harmoniserade prisindexet HIKP är något lägre än KPIF-inflationen under prognosåren då HIKP, till skillnad från KPIF, tar mindre hänsyn till hushållens stigande boendekostnader (se diagram 4:14). När reporäntan, och därmed bostadsräntorna, börjar stiga under 2018 stiger också hushållens räntekostnader och KPIF kommer då att öka snabbare än KPIF.

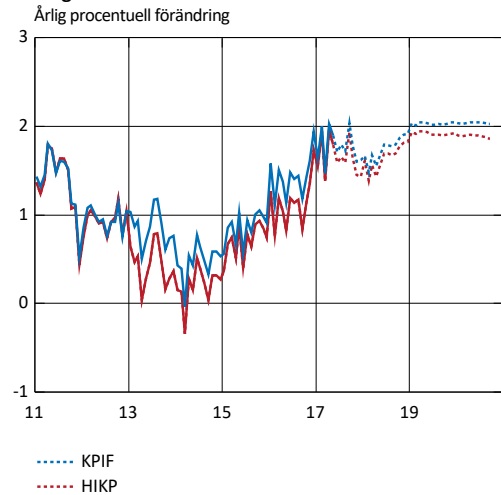
Diagram 4:13. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. KPIF och HIKP



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

KPI, KPIF och HIKP

Det vanligaste måttet på inflation i Sverige är konsumentprisindex, KPI. KPI är målvariabel för penningpolitiken men syftet med måttet är också att beräkna den påverkan prisförändringar har på hushållens levnadskostnader och det används bland annat för att räkna ut prisbasbeloppet. I KPI ingår hushållens räntekostnader för boende som direkt påverkas av Riksbankens reporänta. Därför kan det vara lämpligt att i stället titta på KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta. Det EU-harmoniserade inflationsmättet HIKP påverkas inte heller direkt av förändrade bostadsräntor eftersom hushållens boendekostnader till stor del utelämnas. Till skillnad från KPI syftar HIKP inte till att vara ett levnadskostnadsindex, utan är i stället tänkt att vara ett mått som är bra för penningpolitiska ändamål. HIKP kallas därför ofta ett inflationsindex och är målvariabel för penningpolitiken i bland annat euroområdet och Storbritannien. Att KPI, KPIF och HIKP har olika syften innebär att de beräknas på delvis olika sätt. Trots skillnaderna i konstruktion är inflationen mätt med HIKP och KPIF likartad, medan KPI-inflationen varierar mer. Mer information om olika inflationsmätt och relaterade frågeställningar finns i Riksbanksstudien "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall" (september 2016). Riksbanken överväger ett byte av målvariabel till KPIF under hösten 2017 och skickade ut en remiss angående detta den 16 maj.

FÖRDJUPNING – Stark konjunktur men dämpade löneökningar

Både i Sverige och i omvärlden pågår en diskussion om huruvida sambandet mellan löneutveckling och konjunkturläge har försvagats eftersom lönerna stiger långsamt trots att konjunktoren har stärkts. Riksbanken bedömer att den svenska löneutvecklingen de kommande åren kommer att bli måttlig i förhållande till det inhemska konjunkturläget. En förhållandevis svag produktivitetstillväxt tillsammans med en dämpad löneökningstakt i omvärlden bidrar till detta. Kopplingen från löner till inflation går framförallt via arbetskostnaderna per producerad enhet. Detta innebär att även en, i förhållande till konjunktoren, relativt dämpad löneutveckling kan vara inflationsdrivande om produktivitetstillväxten samtidigt är svag. Det finns dock även andra faktorer som kan påverka löneökningstakten, såsom strukturella förändringar på arbetsmarknaden och att löne- och inflationsförväntningarna kan ha anpassats till den långa perioden med låg inflation. Det utgör en osäkerhet i Riksbankens prognoser för de kommande åren.

Måttliga löneökningar de kommande åren

Löneutvecklingen påverkar hushållens inkomster och företagens kostnader och därmed inflationen och penningpolitiken. Historiskt är samvariationen mellan löneökningarna och konjunktoren i Sverige relativt stark (se diagram 4:15).¹⁸ När resursutnyttjandet har ökat har löneökningstakten också ökat några kvartal senare. De allra senaste åren har dock detta samband varit svagare.¹⁹ Detta kan bero på tillfälliga faktorer, men de centrala löneavtal som nyligen har slutits indikerar att löneökningarna även de kommande åren blir måttliga i förhållande till historiska samband med konjunkturläget. Riksbankens löneprognos, som avser de totala löneökningarna, bygger på att den starka konjunktoren med ökande svårigheter för företagen att rekrytera personal medför att löneökningarna utöver avtal successivt tilltar under prognosperioden (se diagram 4:15). Men prognosen innebär ändå att lönerna ökar måttligt. Historiska samband med det inhemska resursutnyttjandet skulle kunna tala för en ännu högre löneökningstakt.

Diskussionen om huruvida sambandet mellan löneutvecklingen och resursutnyttjandet i ekonomin har förändrats pågår även internationellt och en rad förklaringsfaktorer har lyfts fram.²⁰ Denna fördjupning bygger på den debatten och lyfter ett antal av de faktorer som kan förklara varför löneökningarna i Sverige väntas bli måttliga de kommande åren.

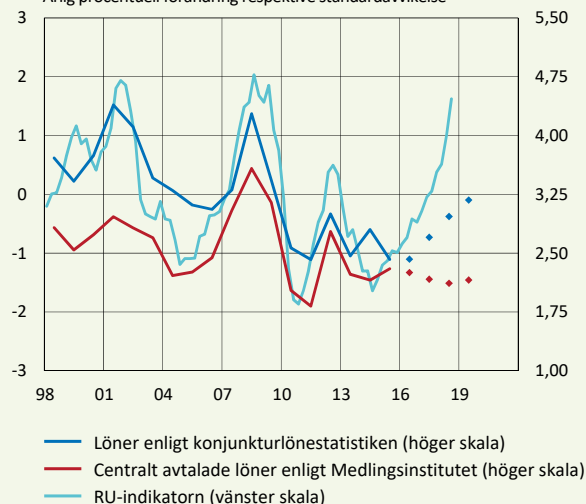
Många faktorer påverkar löneutvecklingen

Förutom konjunkturläget förklaras löneutvecklingen på kort sikt av faktorer som produktivitetstillväxt, inflations-

förväntningar och vinstläget inom företagen. När arbetsmarknadens parter förhandlar fram de centrala avtalen är också den internationella konkurrenskraften och löneökningstakten i andra länder viktig. Därmed är även resursutnyttjandet i omvärlden relevant för löneutvecklingen. Även mer institutionella faktorer såsom facklig förhandlingsstyrka och förändringar i skatte- och ersättningssystem som påverkar incitamenten för att arbeta kan ha betydelse, liksom förändringar i arbetskraften av demografiska skäl.

Diagram 4:15. Löner, löneavtal och resursutnyttjande

Årlig procentuell förändring respektive standardavvikelse



Anm. I diagrammet är RU-indikatorn framflyttad sex kvartal. Blå punkter avser Riksbankens prognos. Röda punkter avser Medlingsinstitutets beräkning av centralt avtalade löner för de kommande åren.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

¹⁸ Samvariationen är särskilt stark med Riksbankens RU-indikator, men löneutvecklingen har också samvarierat väl med olika arbetsmarknadsgap.

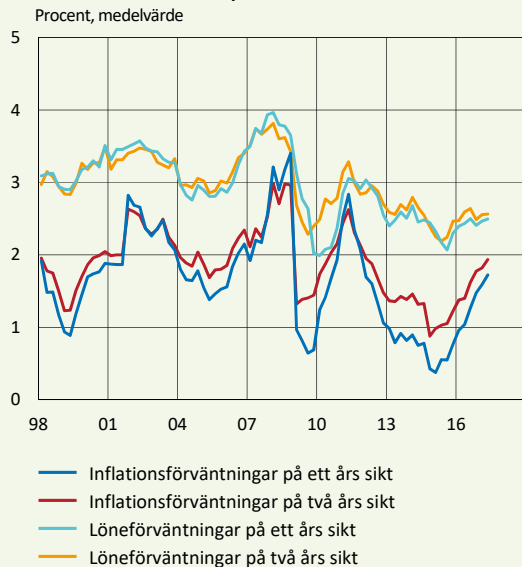
¹⁹ Det gäller framförallt för löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken, men i viss mån även löneökningstakten enligt nationalräkenskaperna.

²⁰ Se exempelvis fördjupningar i "Inflation Report February 2017", Bank of England, och i "European Economic Forecast Spring 2017", Europeiska kommissionen samt "Labour Market and Wage developments in Europe Annual Review 2016", Europeiska kommissionen.

Svag produktivitetstillväxt

Stigande produktivitet är en förutsättning för att reallönerna varaktigt ska kunna öka. Efter finanskrisen har produktiviteten utvecklats svagt både i Sverige och i många andra utvecklade ekonomier.²¹ Riksbanken antar visserligen att produktivitetstillväxten i Sverige återhämtar sig något de kommande åren (se diagram 4:11). Utvecklingen väntas dock fortsatt vara svagare än den historiskt genomsnittliga ökningstakten, vilket väntas hålla tillbaka löneutvecklingen de kommande åren.

Diagram 4:16. Genomsnittliga inflations- och löneförväntningar hos arbetsmarknadens parter



Källa: TNS Sifo Prospera

Inflationförväntningar och anpassning efter finanskrisen

Det är möjligt att löneökningarna påverkats av att inflationen i flera år har underskridit inflationsmålet.²² Sedan 2015 har visserligen såväl den faktiska inflationen som parternas inflationförväntningar stigit tydligt. Löneförväntningarna på ett och två års sikt är dock fortsatt lägre än vad de varit historiskt och har inte stigit i takt med inflationförväntningarna (se diagram 4:16).

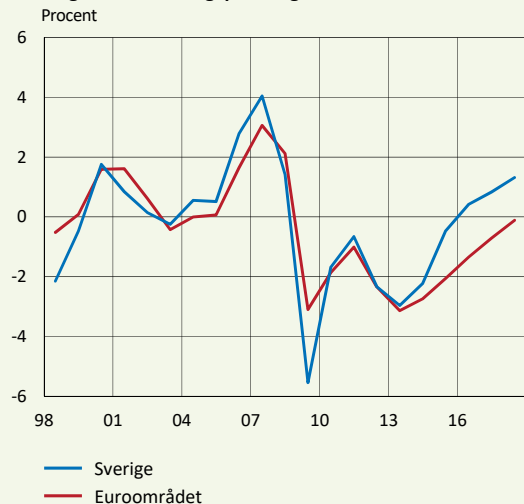
En annan förklaring till måttliga löneökningar som framförts internationellt är att de nominella lönerna inte anpassades nedåt tillräckligt mycket i samband med finanskrisen, vilket gjort att det varit nödvändigt med en lång period med återhållsam löneutveckling.²³ Utifrån data och indikatorer förefaller dock inte behovet av en sådan anpassning vara särskilt stort i Sverige i nuläget. Under perioden 2012–2015 ökade reallönerna relativt snabbt eftersom inflationen blev lägre än vad arbetsmarknadens

parter förväntat sig. Vinstandelen inom näringslivet har dock återhämtat sig de senaste åren. Den är förvisso lägre än den historiskt genomsnittliga²⁴, men enligt enkätbaserade mått såsom lönsamhetsomdömet i Konjunkturbarometern är företagen nöjda med lönsamheten. Relativt andra länder har dock vinstandelen inom den lönenormerande tillverkningsindustrin utvecklats något svagare.²⁵ Detta kan ha påverkat nivån i de centrala avtalen.

Löneutvecklingen än mer dämpad i euroområdet

Sverige är en liten öppen ekonomi och påverkas i stor utsträckning av utvecklingen i omvärlden. Sedan Industriavtalets tillkomst 1997 har industrins löneavtal varit normerande för resten av arbetsmarknaden. Ett argument för att industrin ska vara lönenormerande är att den är utsatt för internationell konkurrens. Den internationella konkurrenskraften brukar bland annat bedömas utifrån olika jämförelser av kostnadsutvecklingen i konkurrentländerna. Tidigare har konjunkturen i Sverige samvarierat i hög grad med konjunkturen i euroområdet. De senaste åren, och i synnerhet 2015, har dock tillväxten i den svenska ekonomin varit jämförelsevis hög och för närvarande bedöms resursutnyttjandet i Sverige vara högre än normalt medan det är något lägre än normalt i euroområdet (se diagram 4:17).²⁶

Diagram 4:17. BNP-gap i Sverige och euroområdet



Anm. BNP-gap för euroområdet är ett genomsnitt av bedömningar enligt Europeiska kommissionen, IMF och OECD.

Källor: Europeiska Kommissionen, IMF, OECD och Riksbanken

Att resursutnyttjandet har varit lägre i euroområdet har sannolikt bidragit till att löneutvecklingen där varit dämpad i jämförelse med Sverige de senaste åren. När det senaste industriavtalet slöts i Sverige framhöll parterna

²¹ För en översikt, se "OECD Compendium of Productivity Indicators 2017".

²² För en analys av hur tidigare inflation påverkat löneutvecklingen i euroområdet, se "Recent wage trends in the euro area", Economic Bulletin, Issue 3/2016, ECB.

²³ För en diskussion om USA, se Daly, M. och Hobijn, B. "Why Is Wage Growth So Slow?", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2015.

²⁴ En relativt stor andel av nedgången i vinstandelen sedan mitten av 90-talet kan dock förklaras av en förändrad branschammansättning, se fördjupning i "Lönebildningsrapporten 2016", Konjunkturinstitutet.

²⁵ Se "Lönebildningsrapporten 2016", Konjunkturinstitutet.

²⁶ Det råder stor osäkerhet kring mängden lediga resurser i euroområdet. Förutom att arbetslösheten fortfarande är högre än innan finanskrisen är även andelen latent arbetsökande och undersysselsatta på högre nivåer. Det indikerar att mängden lediga resurser kan vara större än vad arbetslösheten tyder på, se exempelvis fördjupningen "Assesing labour market slack" i ECB Economic Bulletin, Issue 3/2017. Motsvarande gäller inte i Sverige där både antalet undersysselsatta och antalet latent arbetsökande är på låga nivåer.

bland annat konkurrenskraften och kostnadsutvecklingen i omvärlden som en viktig faktor för nivån på de centralt avtalade löneökningarna.²⁷ Det innebär att den svaga löneutvecklingen i omvärlden har påverkat resultatet av avtalsförhandlingarna. Men i slutändan beror inte konkurrenskraften bara på den relativa utvecklingen av de nominella lönerna. Även faktorer såsom relativ produktivitetstillväxt och växelkurs påverkar.

Förändrad förhandlingsstyrka

Ytterligare faktorer som diskuteras internationellt och som kan ha påverkat löneutvecklingen är att arbetstagarnas förhandlingsposition kan ha försvagats till följd av globalisering och minskad facklig organisationsgrad, samtidigt som förekomsten av mer flexibla anställningsformer har ökat.²⁸ I Sverige är den fackliga organisationsgraden fortfarande på en internationellt sett hög nivå och kollektivavtalen omfattar merparten av de anställda. Sedan början av 1990-talet har dock den fackliga organisationsgraden minskat med 16 procentenheter. Nedgången det senaste decenniet har framförallt varit stor bland utrikes födda där samtidigt sysselsättningsökningen varit stark.²⁹ Detta kan ha haft en dämpande effekt på löneökningstakten.

Det har även skett andra förändringar på arbetsmarknaden. Till exempel har användningen av avtal utan centralt angivet löneutrymme, så kallade sifferlösa avtal, ökat de senaste åren. Hittills har det dock inte gått att påvisa någon effekt på individuella löneökningar av denna förändring.³⁰ Även andelen tidsbegränsat anställda har ökat. Personer med tidsbegränsad anställning har en svagare förankring på arbetsmarknaden och sannolikt också en svagare förhandlingsposition, vilket kan ha dämpat löneutvecklingen något.

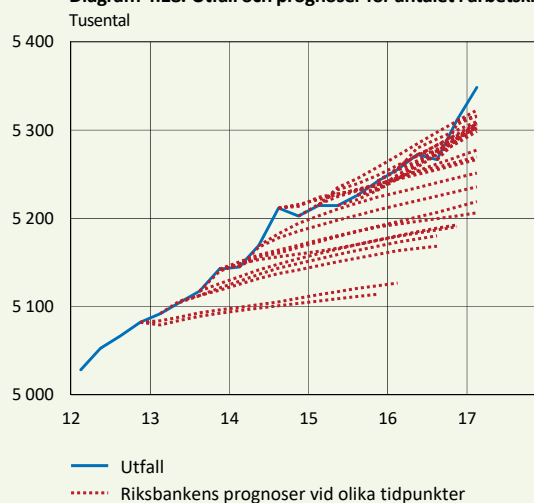
Ökat utbud av arbetskraft

Hur stort och flexibelt utbudet av arbetskraft är kan också påverka lönebildningen. Ökade möjligheter att rekrytera personal från andra länder är till exempel en faktor som kan ha påverkat den fackliga förhandlingsstyrkan. Antalet arbetskraftsinvandrare som är i Sverige mer tillfälligt är visserligen totalt sett lågt i förhållande till den totala arbetskraften.³¹ Även användningen av så kallad utstationerad arbetskraft, det vill säga personer som skickas till ett annat land av sin arbetsgivare för att arbeta där under en förutbestämd tid, förefaller ha varit relativt begränsad enligt tillgänglig statistik. I vissa branscher utgör dock ut-

ländsk arbetskraft ett större inslag och det råder även osäkerhet kring rapporteringen. På marginalen kan förekomsten av ett utbud av utländsk arbetskraft, oavsett om den är liten, ha en effekt på lönebildningen.³²

Hur utbudet av arbetskraft utvecklas påverkas till stor del av demografin. I Sverige har den folkbokförda befolkningen i arbetsför ålder ökat, framförallt till följd av en lång period av invandring (se diagram 4:8). Detta har bidragit till att arbetskraften ökat oväntat snabbt (se diagram 4:18), vilket tenderar att dämpa löneökningstakten.

Diagram 4:18. Utfall och prognoser för antalet i arbetskraften



Källor: SCB och Riksbanken

Nya regleringar på arbetsmarknaden kan också påverka utbudet av arbetskraft eftersom beteenden och därmed arbetsmarknadens funktionssätt förändras. I Sverige har exempelvis de olika jobbskatteavdragen och förändringar i arbetslöshetsförsäkringen medfört att det blivit mer lönsamt att arbeta jämfört med att inte göra det. Detta har också bidragit till att utbudet av arbetskraft ökat. På kort sikt kan regleringarna ha en dämpande effekt på lönekraften genom att det bidragit till en lägre ersättningsgrad efter skatt.³³ Riksbanken bedömer att tillväxten i arbetskraften bromsar in de kommande åren främst på grund av att befolkningstillväxten väntas avta.

Löneprognoser i en Phillipskurva

Genom att skatta olika varianter av en så kallad Phillipskurva för löner går det att undersöka vilken löneökningstakt som skulle kunna väntas mot bakgrund av det inhemska resursutnyttjandet, omvärldsutvecklingen och produktivitetstillväxten. Följande specifikation används:

²⁷ Se "AVTAL 2017 - Industrins konkurrenskraft avgör", Teknikföretagen, 2016 och "Ekonomiska bedömningar Hösten 2016", Facken inom industrin, 2016.

²⁸ Se exempelvis tal av Haldane, A. "Work, Wages and Monetary Policy", Bank of England, juni 2017.

²⁹ Avser utrikes födda arbetare, se Kjellberg, A. "Kollektivavtalens täckningsgrad samt organisationsgraden hos arbetsgivarförbund och fackförbund", 2017.

³⁰ Se "Sifferlösa avtal och andra avtalskonstruktioner", SACO, 2016. Studien jämför löneutvecklingen för akademiker med och utan sifferlösa avtal mellan 2013 och 2014.

³¹ Se "Ett välfungerande system för arbetskraftsinvandring?", Riksrevisionen, 2016.

³² Den 1 juni upphävdes Lex Laval, vilket bland annat innebär att svenska arbetstagarorganisationer nu får ta till stridsåtgärder för att förmå utstationerade arbetsgivare att teckna kollektivavtal. De får dock endast ställa krav på motsvarande minimilöner och andra minimivillkor enligt utstationeringslagen, se Arbetsmiljöverket, www.av.se.

³³ Se Bennmarker, H. m.fl. "Jobbskatteavdrag, arbetslöshetsersättning och löner", rapport 2013:10, IFAU. I samband med budgetpropositionen 2016 återställdes dock en del av arbetslöshetsersättningen. Det höjde ersättningsgraden efter skatt, det vill säga den andel av den tidigare lönen som arbetslöshetsförsäkringen ersätter.

$$\Delta w = \alpha + \pi^e + \beta_1 RU^{SE} + \beta_2 RU^{EA} + \beta_3 PROD + \varepsilon$$

där Δw är löneutvecklingen enligt konjunkturlönestatistiken uttryckt i årlig procentuell förändring, π^e är inflationsförväntningarna på fem års sikt, $PROD$ är Riksbankens bedömning av den trendmässiga produktivitetstillväxten i Sverige och RU^{SE} och RU^{EA} är tre olika mått på resursutnyttjandet i Sverige respektive euroområdet.^{34,35,36} Totalt skattas därmed nio olika regressioner. Samtliga förklarande variabler förutom produktivitetstillväxten har olika grad av tidsförskjutning.

Diagram 4:19. Utfall och prognoser för löneökningen enligt konjunkturlönestatistiken
Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet innehåller anpassade värden mellan 2012 och första kvartalet 2017 och modellprognoser därefter.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Det ljusblå fältet i diagram 4:19 innehåller de olika skattningarna av löneökningstakten som blir resultatet av regressionsanalyser baserade på specifikationen ovan. Dessa modellprognoser indikerar att löneökningstakten, i likhet med Riksbankens prognos som visas i den prickade linjen, kommer att stiga de närmaste åren. Historiska samband med enbart det inhemska resursutnyttjandet skulle dock tala för en högre löneökningstakt än i både det ljusblå fältet och i Riksbankens prognos. Den relativt svaga produktivitetstillväxten och det fortsatt låga resursutnyttjandet i euroområdet bidrar till att förklara varför löneökningarna väntas bli dämpade i förhållande till det inhemska konjunkturläget de kommande åren. I skattningarna håller produktivitetstillväxten och resursutnyttjandet i euroområdet tillbaka löneökningarna med ungefär 0,1–0,2 procentenheter vardera de kommande åren.

³⁴ Riksbanken gör inte prognoser för RU-indikatorn och inflationsförväntningarna. I framskrivningen antas de ligga kvar på nuvarande nivå.

³⁵ Ekvationerna är skattade på data för perioden 1998q1–2017q1. För euroområdet används BNP-gap enligt IMF, Europeiska kommissionen och OECD. För Sverige används Riksbankens RU-indikator, arbetslöshetsgap och sysselsättningsgap.

³⁶ Eftersom konjunkturläget i Sverige och euroområdet är nära korrelerade skulle det kunna påverka skattningen av koefficienterna i ekvationerna. I det här fallet är dock inte korrelationen så pass hög att det påverkar skattningen på ett märkbart sätt.

Löner utöver centralt avtalade löner

Givet att de nyligen tecknade avtalen pekar på en relativt oförändrad löneökningstakt de kommande åren innebär Riksbankens löneprognos att löner utöver centrala avtal gradvis väntas öka snabbare (se diagram 4:15). Historiskt har brist på arbetskraft, låga avtalade löneökningar och högre inflation medfört att löner utöver avtal har ökat något snabbare.³⁷ Löner utöver avtal beror på flera faktorer. Den lokala lönebildningen påverkar dels via förhandlingar mellan arbetsgivaren och det lokala facket eller den enskilda arbetstagaren, dels via individuella överenskommelser vid nyanställningar. Den uppmätta lönen utöver avtal påverkas även av förändringar i arbetskraftens sammansättning.³⁸ Internationellt har det förts fram att sammansättningsförändringar har hållit tillbaka löneutvecklingen.³⁹ I Sverige har löner utöver avtal utvecklats svagt de allra senaste åren (se diagram 4:15). Samtidigt har löneökningstakten bland personer som varit anställda på samma företag med samma befattning varit högre än den genomsnittliga löneutvecklingen.⁴⁰ Det indikerar att löner utöver avtal kan ha hållits tillbaka av förändringar i arbetskraftens sammansättning, vilket även skulle kunna påverka utvecklingen framöver. Utvecklingen kan också ha påverkats av tidigare nämnda förändringar på arbetsmarknaden.

Kostnadstrycket relativt normalt de kommande åren

Kopplingen från löner till inflation går framförallt via arbetskostnaderna per producerad enhet, vilket innebär att även en dämpad löneutveckling kan vara inflationsdrivande om produktivitetstillväxten samtidigt är svag. I Riksbankens prognos utvecklas både löner och produktivitet svagare än historiskt. Arbetskostnaderna per producerad enhet väntas däremot stiga i linje med historiskt genomsnitt och bidrar därmed till stigande inflation. Både bedömningen av produktivitetstillväxten och löneutvecklingen är dock förknippad med osäkerhet. En svagare produktivitetstillväxt eller högre löneökningstakt skulle medföra ett större kostnadstryck och vice versa.

Måttliga löneökningar väntas men osäker prognos

Riksbanken har tagit intryck av de faktorer som diskuteras i denna fördjupning och huvudscenariot för löneutvecklingen ligger därför i det lägre spannet av modellprognoserna i diagram 4:19. Det är möjligt att effekterna av dessa faktorer är ännu större. Samtidigt talar historiska samband med konjunkturläget för en starkare löneutveckling än i Riksbankens prognos de kommande åren. Det finns således både uppåt- och nedåtrisker i prognosen.

³⁷ Se fördjupning i "Arbetsmarknadsekonomisk rapport Tudelningar på arbetsmarknaden", Arbetsmarknadsekonomiska rådet, 2017.

³⁸ De totala löneökningarna mäts som skillnaden i genomsnittslön mellan två tidpunkter. Om t.ex. personal med en i genomsnitt hög lön byts ut mot personal med en i genomsnitt låg lön mellan två tidpunkter kommer det att påverka utvecklingstalen.

³⁹ Se till exempel "Inflation Report February 2016", Bank of England.

⁴⁰ Avser löneutvecklingen 2015, se bland annat "Avtalsrörelsen och lönebildningen 2016", Medlingsinstitutet.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2017 kv 2	2017 kv 3	2017 kv 4	2018 kv 3	2019 kv 3	2020 kv 3
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,6

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018	2019
KPI	0,0	1,0	1,6 (1,6)	2,0 (2,1)	2,9 (2,9)
KPIF	0,9	1,4	1,8 (1,8)	1,7 (1,8)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,4	1,4	1,6 (1,4)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)
HIKP	0,7	1,1	1,7 (1,6)	1,6 (1,7)	1,9 (1,9)

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning
Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018	2019
Reporänta	-0,3	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	0,0 (0,0)
10-årsränta	0,8	0,5	0,8 (0,9)	1,5 (1,6)	2,1 (2,3)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,6	111,7	113,2 (113,6)	110,7 (111,2)	108,8 (109,0)
Offentligt finansiellt sparande*	0,3	0,9	0,8 (0,6)	0,8 (0,7)	0,9 (0,9)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2015	2016	2017	2018	2019
Euroområdet	0,12	0,47	1,9	1,7	2,0 (1,8)	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)
USA	0,15	0,08	2,6	1,6	2,2 (2,0)	2,4 (2,4)	2,1 (2,1)
Japan	0,04	0,02	1,1	1,0	1,2 (1,2)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)
Kina	0,18	0,08	6,9	6,7	6,6 (6,6)	6,2 (5,9)	6,0 (5,7)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,2	2,0	2,5 (2,4)	2,3 (2,3)	2,3 (2,2)
Världen (PPP-vägd)	1,00	-	3,4	3,2	3,5 (3,4)	3,7 (3,6)	3,7 (3,6)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Riksbanken uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2014 som används för 2017 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2015	2016	2017	2018	2019
Euroområdet (HIKP)	0,0	0,2	1,4 (1,6)	1,3 (1,5)	1,7 (1,7)
USA	0,1	1,3	1,9 (2,2)	2,1 (2,3)	2,5 (2,5)
Japan	0,8	-0,1	0,6 (0,7)	1,2 (1,2)	1,6 (1,7)
KIX-vägd	1,1	1,1	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,2 (2,2)

	2015	2016	2017	2018	2019
Styrränta i omvärlden, procent	0,1	-0,1	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,3 (0,3)
Råoljepris, USD/fat Brent	53,5	45,1	50,2 (54,8)	49,3 (55,2)	50,6 (54,6)
Svensk exportmarknad	3,4	2,7	4,9 (4,3)	3,9 (3,9)	3,8 (3,8)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Norge och Storbritannien.

Källor: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, nationella källor, OECD och Riksbanken

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018	2019
Hushållens konsumtion	2,7	2,4	1,8 (2,1)	2,3 (2,5)	2,4 (2,4)
Offentlig konsumtion	2,5	2,9	0,5 (1,4)	1,6 (1,2)	1,3 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	7,0	5,3	5,3 (3,9)	3,8 (3,7)	2,4 (3,0)
Lagerinvesteringar*	0,3	0,1	-0,2 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,6	3,5	3,4 (4,2)	4,1 (3,6)	3,6 (3,6)
Import	5,5	3,8	3,4 (2,6)	4,4 (4,0)	3,8 (4,0)
BNP	4,1	3,2	2,2 (2,8)	2,4 (2,3)	2,1 (2,1)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	2,9	2,5 (3,1)	2,5 (2,4)	2,2 (2,2)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,5	3,1	2,2 (2,3)	2,4 (2,3)	2,0 (2,1)
Nettoexport*	0,3	0,0	0,2 (0,9)	0,1 (0,0)	0,1 (0,0)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,7	5,1	4,9 (5,6)	4,8 (5,4)	4,7 (5,2)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter, om ej annat anges. NR avser nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018	2019
Folkmängd, 16–64 år	0,7	0,9	1,1 (1,1)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Potentiellt arbetade timmar	0,9	0,8	0,7 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6 (0,5)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	2,9	2,5 (3,1)	2,5 (2,4)	2,2 (2,2)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,0	1,7	1,6 (1,2)	1,1 (1,1)	0,6 (0,6)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,5	2,1 (1,8)	0,8 (0,7)	0,5 (0,5)
Arbetskraft, 15–74 år	0,8	1,0	1,8 (1,5)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,4	6,9	6,7 (6,7)	6,6 (6,6)	6,7 (6,7)

* Procent av arbetskraften

Anm. Med potentiellt arbetade timmar avses den långsiktigt hållbara nivån på antal arbetade timmar enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018	2019
Timlön, KL	2,4	2,4 (2,4)	2,7 (2,8)	3,0 (3,1)	3,2 (3,2)
Timlön, NR	3,5	3,2	3,2 (3,2)	3,2 (3,3)	3,4 (3,4)
Arbetsgivaravgifter*	0,9	0,5	0,2 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	4,4	3,6	3,4 (3,3)	3,3 (3,4)	3,5 (3,5)
Produktivitet	2,8	1,2	0,8 (1,8)	1,4 (1,3)	1,5 (1,5)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,5	2,4	2,5 (1,4)	1,9 (2,1)	1,9 (1,9)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter dividerad med totalt antal arbetade timmar, säsongrensade data. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerad med säsongrensat förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.
ISSN 1654-1049 (tryckt)
ISSN 2000-1932 (online)